

VAASAN YLIOPISTO
KAUPPATIETEELLINEN TIEDEKUNTA
LASKENTATOIMEN JA RAHOITUKSEN YKSIKKÖ

Paula Vuorinen

NAISTEN HALLITUSJÄSENYYDEN VAIKUTUS
YRITYKSEN SUORITUSKYKYYN

Laskentatoimen ja rahoituksen
pro gradu -tutkielma

Laskentatoimen ja tilintarkastuksen koulutusohjelma

VAASA 2018

SISÄLLYSLUETTELO	sivu
KUVIO- JA TAULUKKOLUETTELO	5
LYHENTEET	7
TIIVISTELMÄ	9
1. JOHDANTO	11
1.1. Tutkimuksen tausta ja merkitys	12
1.2. Tavoitteet, aiheen rajausta ja lähestymistapa	13
1.3. Tutkimuksen rakenne	14
2. HALLITUS JA MONIMUOTOISUUS	16
2.1. Hallituksen tehtävä	16
2.2. Hallituksen monimuotoisuus	16
2.3. Naisten luonteenpiirteet	18
2.4. Agenttiteoria	20
2.5. Resurssiriippuvuus ja muuttuva toimintaympäristö	22
3. YRITYKSEN SUORITUSKYKY JA SEN MITTAAMINEN	26
3.1. Yrityksen taloudellinen suoriutuminen	27
3.2. Kannattavuuden tunnusluvut	29
3.2.1. Oman pääoman tuotto-% ROE	29
3.2.2. Koko pääoman tuotto-% ROA	30
3.2.3. Tobinin q	30
4. NAISTEN HALLITUSJÄSENYYDEN JA YRITYKSEN SUORITUSKYVYN YHTEYS	32
4.1. Naisten läsnäolo hallituksessa ja sen vaikutus yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen	32
4.2. Hypoteesi	41
5. TUTKIMUKSEN AINEISTO JA MENETELMÄT	43
5.1. Aineiston kuvaus	43
5.2. Aineistoa kuvaavat tilastolliset tunnusluvut	44

5.3. Aineiston normaalijakautuneisuus	48
5.4. Tutkimusmenetelmä	49
5.4.1. Selittävä muuttuja	50
5.4.2. Selitettävät muuttujat	50
5.4.3. Kontrollimuuttuja	50
6. TUTKIMUKSEN TULOKSET	52
6.1. Muuttujien väliset korrelaatiot	52
6.2. Regressioanalyysit	53
6.3. Tulosten analysointi	55
6.4. Tutkimuksen rajoitteet ja puutteet	56
7. YHTEENVETO	59
LÄHDELUETTELO	61
LIITTEET	
Liite 1. Tutkimukseen sisällytetyt pohjoismaiset pörssiyhtiöt	68
Liite 2. Residuaalit malli ROA	71
Liite 3. Rediduaalit malli ROE	73
Liite 4. Residuaalit malli TobQ	75
Liite 5. Regressioherkkyysanalyysi vuosittain	77
Liite 6. Regressioherkkyysanalyysi maittain	78

KUVIO- JA TAULUKKOLUETTELO

	sivu
Kuvio 1. Naisten osuuden muutos hallituksessa maittäin.	47
Kuvio 2. Hallituksen koon muutos maittäin.	48
Taulukko 1. Muuttujien lyhenteet ja niiden kuvaukset.	44
Taulukko 2. Muuttujia kuvailevat tilastolliset tunnusluvut (n=190).	46
Taulukko 3. Kolmogorov-Smirnov-testi aineiston normaalijakautuneisuudesta.	49
Taulukko 4. Korrelaatiomatriisi.	53
Taulukko 5. Regressioanalyysi (n=190).	54

LYHENTEET

ROA	Return on assets
ROE	Return on equity
Talent pool	Joukko valittuja työntekijöitä organisaatiosta, joista kehitetään osaajia avainhenkilötehtäviin tulevaisuudessa.
Valvontavaliokunta	Tilintarkastus, nimitys- tai hallinnointivaliokunta

VAASAN YLIOPISTO
Kauppätieteellinen tiedekunta

Tekijä:	Paula Vuorinen
Tutkielman nimi:	Naisten hallitusjäsenyyden vaikutus yrityksen suorituskykyyn
Ohjaaja:	Tuukka Järvinen
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri
Oppiaine:	Laskentatoimi ja rahoitus
Koulutusohjelma:	Laskentatoimen ja tilintarkastuksen maisteriohjelma
Aloitusvuosi:	2011
Valmistumisvuosi:	2018

Sivumäärä: 79

TIIVISTELMÄ

Naisten aseman ja tasa-arvon kehitystä seurataan Suomessa sekä yhteiskunnallisesti että liike-elämän kannalta. Joissakin maissa on käytössä pörssiyhtiöissä lakisääteiset hallituskiintiöt naisjäsenille ja tämä keskustelu käydään Suomessakin vuosittain. Suomessa toimiva itsesääntelyjärjestelmä on todettu toimivaksi eikä pakottaviin hallitusten naiskiintiöihin ole nähty tarvetta. Suomessa julkisilla osakeyhtiöillä käytössä oleva hallinnointikoodi painottaa suosituksessaan hallituksen monimuotoisuudesta molempien sukupuolten edustusta. Vaikka selkeitä toimialakohtaisia eroja on edelleen nähtävissä, on kehitys ollut viime vuosina positiivista ja naisjohtajien määrän uskotaan edelleen jatkavan kasvuaan. Perinteet ovat alkaneet murtua ja toisaalta myös naiset ovat enemmälti rohkaistuneet etenemään työurallaan huipulle ja hakeutuneet vaativiinkin johtotehtäviin.

Tämän tutkimuksen aiheena on naisten hallitusjäsenyyden ja yrityksen suorituskyvyn välinen yhteys. Tarkoituksena on tutkia, menestyvätkö sellaiset yritykset taloudellisesti paremmin, joissa on naisia hallituksen jäseninä. Aineistona tarkastellaan pohjoismaista suomalaista, ruotsalaista, norjalaisista ja tanskalaisista julkisesti noteerattuja pörssiyhtiöitä. Tutkimusotos on vuosilta 2010 ja 2017 ja havaintoja kertyi yhteensä 190. Suorituskykyä mitataan kolmella eri taloudellisella tunnusluvulla oman pääoman tuottoasteella, koko pääoman tuottoasteella ja Tobinin q:lla. Tutkimusmenetelmänä käytetään lineaarista regressioanalyysiä.

Aikaisempien tutkimusten tulokset ovat olleet ristiriitaisia. Naisten läsnäololla nähdään olevan hallituksen työskentelyä parantava vaikutus, joka tätä kautta vaikuttaa myös yrityksen suorituskykyyn. Toisaalta osa tuloksista ei löydä lainkaan tai merkittävää vaikutusta naisten hallitustyöskentelyyn osallistumisen ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen väliltä. Tässä tutkimuksessa ei löydetty naisten hallitusjäsenyyden ja yrityksen suorituskyvyn väliltä tilastollisesti merkittävää yhteyttä. Tämä tarkoittaa, että nollahypoteesi jää voimaan. Näin ollen naisten läsnäololla hallituksessa ei ole vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Tämä tukee käsitystä, ettei Suomen kannata ottaa käyttöön pörssiyhtiöille hallituksen pakottavia naiskiintiöitä sen vuoksi, että sillä saataisiin parannettua yrityksen suorituskykyä.

AVAINSANAT: suorituskyky, sukupuoli, hallitusjäsenyys

1. JOHDANTO

Taloudellinen menestyminen ja terve talous ovat yrityksen elinehtoja, sillä mikään yritys ei pysy elinkelpoisena, jos se tuottaa vähemmän kuin kuluttaa. Perinteiset suorituskyvyn taloudelliset mittarit kannattavuus, vakavaraisuus ja maksuvalmius kertovat yrityksen taloudellisista toimintaedellytyksistä. Niistä jokainen on merkittävä toiminnan jatkuvuudelle. On tärkeää tarkastella taloudellista tilannetta kokonaisuutena, sillä liian yksipuolinen tarkastelu voi olla kohtalokasta. Yrityksen strategiasta kumpuavalla suorituskyvyn johtamisella on tärkeä rooli hallituksen toimenkuvassa. Taloudellinen tieto antaa yrityksen johtamiseen työkaluja, jonka avulla yrityksen johto voi ratkoa ongelmia ja kehittää toimintaa kohti määriteltyjä tavoitteita. (Laitinen 1986: 41; Viitala & Jylhä 2013: 306.)

Naisten aseman kohentamiseksi ja naisten hallitusjäsenyyksien kasvattamiseksi Suomen työelämässä on tehty toimenpiteitä monelta eri taholta. Keskuskauppakamari aloitti ensimmäisen kerran vuonna 2012 naisten mentorointiohjelman, jonka tarkoitus on vauhdittaa naisten etenemistä johtotehtäviin ja hallitustyöskentelyyn (Keskuskauppakamari 2017). Sosiaali- ja terveystieteiden ministeriön julkaisemassa hallituksen tuoreimmassa tasa-arvoohjelmassa, joka on voimassa 2016-2019, mainitaan pitkän aikavälin tavoitteeksi naisten ja miesten tasapuolinen jakautuminen pörssiyritysten ja julkisomisteisten yhtiöiden hallituksissa vuoteen 2020 mennessä (Valtioneuvosto 2016).

Pörssiyritysten naiskiintiöt ja tasa-arvokysymykset ovat olleet säännöllisesti esillä useamman vuoden ajan niin Suomessa kuin muualla maailmalla. Painetta asialle on annettu niin viranomaisten kuin suurempien julkisten sijoittajien toimesta. Euroopan komissio on patistanut Euroopan kaikkia pörssiyrityksiä haasteeseen naisten osuuden lisäämiseksi listattujen yritysten hallituksiin (EU 2011). Lisäksi joissakin maissa, kuten esimerkiksi Norjassa, Saksassa ja Ranskassa on asetettu naiskiintiöitä julkisesti noteerattujen yritysten hallituksiin. Naiskiintiöiden säätämisestä pelätään kuitenkin olevan enemmän haittaa kuin hyötyä. Yhtenä haasteena on löytää tehtäviin nopealla aikataululla riittävästi päteviä henkilöitä. Seurauksena saattaa olla yrityksen maineen ja arvon väliaikainen lasku. Hallituspaikat voisivat kasaantua ja kuormittaa samoja kourallisia henkilöitä. Pakkokiintiöt eivät myöskään toisi lain sanelemana yritysten johtoon aitoa muutosta. Kiintiöillä voi siis olla myös huonoja seurauksia. Sijoittajilla voi olla pelko siitä, ettei lain sitoma yhtiö voi valita hallitukseen parhaita kykyjä vapaasti. (Virtanen & Virtanen 2012.) PWC tuo esille toisenlaisen keinon, jossa hallituksen jäsenille asetetulla ikärajalla sekä toimikausien rajoittamisella lisättäisiin hallitusten uudistumista ja tätä kautta luontevasti kasvatettaisiin

monimuotoisuutta. Markkinoilla on kuitenkin kuulunut soraääniä myös näiden keinojen käytöstä (PWC 2017).

Suomessa toimii hyväksi todettu itsesääntelyjärjestelmä. Arvopaperimarkkinayhdistyksen (2015) laatima hallinnointikoodi on olennainen osa itsesääntelyjärjestelmää. Se pitää sisällään suosituksen yhtiön hallituksen monimuotoisuudesta, painottaen molempien sukupuolten edustusta. Naisten hallituspaikkojen kehitys Suomessa on ollut myönteinen ja kansainvälisessä vertailussa hyvällä tasolla, joten pakottavia naiskiintiöitä ei ole nähty tarpeelliseksi. Keskuskauppakamari uutisoi vuoden 2017 lopulla naisten määrän pörssi-yhtiöiden hallituksissa ja toimitusjohtajina olevan nyt huipussaan. Suomen pörssi-yhtiöissä hallituspaikkoja on yhteensä 768, joista naisilla 209 paikkaa eli 27 %. Paikat ja kaantuvat 660 eri henkilölle, joista naisia 172 ja miehiä 488. Hallitusten sukupuolijakauma on edelleen selkeästi miesvaltaista viime vuosien naisten määrän positiivisesta kehityksestä huolimatta. (Keskuskauppakamari 2017.) Naisten määrän kasvu hallituksissa tarjoaa kuitenkin hyvän lähtökohdan selvittää naisten osuuden lisääntymisen vaikutuksia. Isot kansainväliset institutionaaliset sijoittajat ovat yksi merkittävä tekijä muutoksen aikaansaannissa vaatiessaan lisää naisia hallituksiin. Yritysten hallitusten monimuotoisuus ja etenkin naisten hallitusjäsenyydet tulevat varmasti olemaan tarkastelun alla vielä tulevien vuosienkin aikana. (PWC 2017.)

1.1. Tutkimuksen tausta ja merkitys

Aikaisempien tutkimusten tulokset ovat olleet ristiriitaisia. Naisten läsnäololla hallituksessa nähdään olevan yrityksen suorituskykyä parantava vaikutus (Peni 2012; Liu, Wei & Xie 2013). Naisten on myös muutoin todettu parantavan hallituksen työskentelyä, joka tätä kautta voi vaikuttaa positiivisesti yrityksen suorituskykyyn. Naiset tuovat mm. erilaisella kokemuksellaan uusia näkökulmia ja mielipiteitä päätöksentekoon (Gul, Srinidhi & Tsui 2011). Lisäksi naisiin yhdistetään aktiivinen johtaminen ja avoin keskustelu (Adams & Ferreira 2009; Nielsen & Huse 2010). Siitä huolimatta on edelleen toimialoja, joista naisedustus hallituksessa uupuu kokonaan (Krishnan & Park 2004). Toisaalta osa tuloksista ei löydä lainkaan tai merkittävää vaikutusta naisten hallitustyöskentelyyn osallistumisen ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen väliltä (Randøy, Thomsen & Oxelheim 2006; Rose 2007). Yritysten tulisi uusia hallituksen jäseniä etsiessään rohkeasti hyödyntää koko saatavilla olevaa tarjontaa, eri kanavia hyväksikäyttäen, sillä yrityksen ylin johto on kriittinen yrityksen menestyksen kannalta (Daily & Dalton 2003). Tärkeintä

yrityksen tulevaisuuden turvaamisen ja kehittämisen kannalta on, että yrityksen johtoon saadaan monipuoliset ja parhaat tekijät.

Hallituksen koostumuksesta puhuttaessa mielenkiinto kohdistuu usein pelkästään nais–miesnäkökulman arviointiin, mikä luonnollisesti onkin yksi tärkeimmistä mittareista. Monimuotoisuus tarkoittaa kuitenkin paljon muutakin kuin sukupuolta, kuten esimerkiksi rotua, etnistä taustaa, taitoja, kokemusta ja ikää. Erityisesti monimuotoisuutta näkemyksissä ja ajatuksissa. (PWC 2017.)

Tämä tutkimus tuo uutta näkökulmaa aiempiin aiheesta tehtyihin tutkimuksiin, sillä naisten hallitusjäsenyyden vaikutusta yrityksen suorituskykyyn on harvemmin tutkittu monikansallisella aineistolla. Useimmissa tutkimuksissa keskitytään yhden valtion noteerattuihin pörssiyhtiöihin. Randøy ym. (2006) tutki hallituksen monimuotoisuuden vaikutusta yrityksen suorituskykyyn tanskalaisella, norjalaisella ja ruotsalaisella aineistolla. Tässä tutkimuksessa maantieteellistä aluetta laajennettiin edelleen koskemaan pohjoismaista Ruotsin, Norjan ja Tanskan lisäksi myös Suomea, koska mailla on melko vastaavia yhteisiä piirteitä kulttuureissaan. Näistä maista Norjalla on laissa säädetyt kiintiöt naisten hallituspaikoista, joka tekee aineiston mielenkiintoiseksi.

Tutkimus voi kannustaa yrityksiä pyrkimään tietoisesti lisäämään naispaikkoja hallituksissa sekä muutoinkin monipuolistaa yritystensä sukupuolijakaumaa etenkin johtotehtävissä, mikäli monimuotoisemmalla hallituksella nähtäisiin olevan positiivinen vaikutus yritysten tuloksen laatuun. Tutkimuksella saattaa myös olla vaikutusta naisten urakehitykseen, jolloin he voivat kiinnostua entistä aktiivisemmin hakeutumaan yritysten johtotehtäviin.

1.2. Tavoitteet, aiheen rajausta ja lähestymistapa

Tutkimustehtävänä on selvittää, onko naisten hallitusjäsenyydellä vaikutusta yrityksen suorituskykyyn. Carter, Simkins ja Simpson (2003) tutkimuksessa havaittiin merkittävää positiivista yhteyttä naisten osuudella hallituksessa ja yrityksen parantuneella suorituskyvyllä. Tutkimuksessa esitettiin myös, että yrityksen ja hallituksen koon sekä naisten osuuden välillä on yhteys, jonka mukaan naiset ovat paremmin edustettuina suuremmissa yrityksissä. Campbellin ja Mínguez-Veran (2008) tutkimuksessa mainitaan naisten negatiivisesta vaikutuksesta, mikäli päätös hallitusjäsenyydestä on tehty pelkästään sosiaalisen

paineen vuoksi tasa-arvon edistämiseksi. Labellen, Francoeurin ja Lakhlin (2015) tutkimus käsitteli pitäisikö naisten osuutta hallituksessa säännöstellä vai ei. Tulokset olivat mielenkiintoisia, sillä hallituksen monimuotoisuuden ja yrityksen suorituskyvyn välinen suhde oli positiivinen maissa, missä oli käytössä vapaaehtoiset suositukset hallituksen naisjäsenistä ja negatiivinen maissa, missä oli käytössä pakottavat naiskiintiöt. Erhardt, Werbel ja Shrader (2003) tutkimuksen tulokset osoittavat hallituksen monimuotoisuuden olevan positiivisesti yhteydessä yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen. Tulokset viittaavat teoreettisesti hallituksen monimuotoisuuden liittyvän myös valvonnan roolin tehokkuuteen. Kontrollitoimintoa voidaan pitää agenttiongelman minimoisen työvälineenä. Tässä tutkimuksessa aihetta tarkastellaan resurssiriippuvuus- ja agenttiteorian kautta.

Yrityksen suorituskyvyn mittareiksi valikoitui kolme kannattavuutta kuvaavaa taloudellista tunnuslukua: oman pääoman tuottoprosentti, koko pääoman tuottoprosentti sekä Tobinin q . Naisten hallitusjäsenyyttä mitataan naisten suhteellisella osuudella hallituksesta. Muuttuja on laskettu aikaisempien tutkimusten (Carter ym. 2003; Campbell & Mínguez-Vera 2008) mukaan jakamalla yrityksen hallituksen naisjäsenten määrä yrityksen hallituksen kokonaisjäsenmäärällä.

Tutkimuksessa tarkastellaan pohjoismaisia pörssiyrityksiä, joista löytyy tarvittavat tiedot vuosilta 2010 ja 2017. Seitsemän vuoden intervalli on perusteltua kahdesta eri syystä. Ensinnäkin, tutkimuksen mittaukset kahdelta eri ajankohdalta kontrolloivat paremmin markkinoiden vaihtelua. Toiseksi, myös strategisen päätöksenteon vaikutusten huomiointi vaatii tyypillisesti useita vuosia. (Erhardt ym. 2003.) Havaintoaineisto on kerätty Thompson Reutersin Datastream –tietokannasta, yritysten kotisivuilla julkisesti saatavilla olevista vuosikertomuksista sekä pörssitiedoista. Aikaisempien tutkimuksien mukaan, aineiston ulkopuolelle jätetään rahoitus- ja vakuutusalan yritykset, johtuen niiden säännelystä toimintaympäristöstä.

Tutkimusmenetelmänä käytetään lineaarista regressioanalyysiä. Lineaarinen regressioanalyysi on yleisesti tilastollisessa tutkimuksessa käytettävä tutkimusmenetelmä. Regressioanalyysin avulla on mahdollista tutkia yhden tai useamman selittävän muuttujan vaikutusta selitettävään muuttujaan. (KvantiMOTV 2008.)

1.3. Tutkimuksen rakenne

Tutkimus rakentuu seitsemästä kappaleesta. Tutkimus etenee seuraavasti: Kappaleessa 2 käydään läpi yrityksen hallituksen tehtäviä ja tehdään katsaus hallituksen monimuotoisuuteen. Sen jälkeen perehdytään tarkemmin naisten luonteenpiirteisiin työelämässä ja miten ne eroavat mieskollegoiden ominaisuuksista sekä miten ne vaikuttavat hallitustyöskentelyyn, yrityksen toimintaan ja johtamiseen. Kappaleen lopussa lähestytään tutkimuksen aihetta sekä resurssiriippuvuusteorian että agenttiteorian kautta.

Yrityksen suorituskkyä ja sen mittaamista käsitellään kappaleessa 3, jossa myös tarkastellaan lähemmin tutkimuksessa käytettyjä suorituskvyn mittareita. Kappaleessa 4 tutustutaan aiheeseen liittyviin aiempiin tutkimuksiin. Näiden perusteella johdamme tutkimuksen hypoteesin, joka esitellään kappaleen lopussa.

Tutkimuksessa käytetty aineisto ja tutkimusmenetelmät esitellään kappaleessa 5. Naisten hallitusjäsenyyden vaikutusta yrityksen suorituskkyyn tutkitaan kappaleessa 6, jossa esitetään tämän tutkimuksen tulokset. Tutkimus päättyy kappaleen 7 yhteenvetoon.

2. HALLITUS JA MONIMUOTOISUUS

Tässä luvussa tarkastellaan hallituksen roolia, sen rakentumista ja siihen vaikuttavia tekijöitä. Ensimmäisessä alaluvussa käydään läpi hallituksen tehtäviä. Tämän jälkeen esitellään hallituksen monimuotoisuuden taustoja, josta päästään perehtymään naisten luonteenpiirteisiin ja niiden vaikutuksiin työelämässä ja yrityksen johtotehtävissä. Luvun lopussa lähestytään aihetta agenttiteorian näkökulmasta sekä käsitellään hallituksen muostumista resurssiriippuvuusteorian ja yrityksen toimintaympäristön kautta.

2.1. Hallituksen tehtävä

Hallituksen kolme kriittistä roolia ovat palvelu, strategia ja kontrolli (Zahra & Pearce 1989). Osakeyhtiölain (624/2006: 6:1§) mukaan yhtiöllä on oltava hallitus. Hallituksen tehtävänä on huolehtia yhtiön hallinnosta ja toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä (OYL 624/2006: 6:2§.) Yksi tärkeimmistä tehtävistä on toimivan johdon valvominen, neuvominen, haastaminen ja tukeminen sekä kannustaminen. Lisäksi keskeisenä roolina on strategisten linjausten teko, riskienhallinnan periaatteet ja uusien näkökulmien nostaminen yrityksen toimintaan. (Keskuskauppakamari 2017.) Hallituksen vastuulla on myös toimitusjohtajan nimittäminen ja mahdollinen erottaminen (Fama & Jensen 1983).

Monimuotoinen hallitus heijastuu hyvän hallintotavan kautta toimitusjohtajan työhön, parantaen hänen päätöksenteon laatua ja strategian toteuttamista. Keskuskauppakamarin (2017) hallitusbarometrin mukaan yritysten hallituksiin halutaan yhteistyökykyisiä henkilöitä, jotka ovat sitoutuneita ja aktiivisia. Hallituksen tulee edistää yhtiön ja sen osakkeenomistajien etua. Pörssiyhtiöiden hallituksissa on viime vuosina ollut keskimäärin 6,3 henkilöä. Hallituksen jäsenten lukumäärään vaikuttaa merkittävästi yrityksen koko. (Keskuskauppakamari 2017.)

2.2. Hallituksen monimuotoisuus

Monimuotoinen hallitus on sekoitus monesta eritaustaisesta ja kokemuksen omaavasta henkilöstä. Kukin laajentaa omalla osaamisellaan hallituksen toimintaa ja tuo enemmän näkökulmia asioihin. Osaaminen koostuu kokemuksista, taidoista, koulutuksesta ja suhteista yrityksen ulkopuolella. Joku on asiantuntija lakiasioissa, toinen rahoituksessa tai

yrittäjien toimialassa, kansainväliset johtavat omaavat kokemusta monikulttuurisesta toimintaympäristöstä, useammassa hallituksessa työskentelevät tuovat näkemystä monelta eri toimialalta. Näin myös naiset tuovat hallitukseen oman kokemustaan osaamista ja osaltaan monipuolistavat näkökantoja. (Gul ym. 2011.) Hallituksen monimuotoisuus voitaten johtaa hallituksen laajempaan tietopohjaan, mikä voi synnyttää kilpailuedun verrattuna yrityksiin, joissa ei ole naisedustusta hallituksessa (Erhardt ym. 2003). Naiset ja miehet käyttäytyvät ja toimivat eri lailla, joten jo itsessään nämä sukupuolesta johtuvat eroavaisuudet (mm. johtamistyyli, viestintätaidot, riskin välttämisen ja päätöksenteossa) aiheuttavat vaihtelua ja muutosta hallitustyöskentelyyn (Peni & Vähämaa 2010). Muutoksen toteutumiseksi miehiltä edellytetään asennemuutosta. Heidän tulee suvaita naisten erilainen käytös eikä odottaa naisten mukautuvan miesten muottiin. (Pesonen, Tienari & Vanhala 2009.)

Kaikkien Helsingin pörssiyhtiöiden on noudatettava hallinnointikoodia. Suomessa käytössä oleva hallinnointikoodi on olennainen osa itsesääntelyjärjestelmää. Hallinnointikoodi on Arvopaperimarkkinayhdistyksen laatima ja julkaisema kokoelma hyvän hallinnon suosituksista, joka täydentää lainsäädännön velvoitteita. Mikäli yhtiö ei noudata hallinnointikoodia on sen selitettävä ja perusteltava poikkeaman syyt. Tämä on kansainvälisesti käytössä oleva niin sanottu noudata tai selitä –periaate. Yhdeksännessä hallinnointikoodin suosituksessa käsitellään hallituksen monimuotoisuutta. Vaikka monimuotoisuus keskustelu pyörii enimmäkseen sukupuolen ympärillä, tarkoitetaan sillä paljon muutakin. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015.) Monimuotoisuudesta voidaan erottaa kaksi ryhmää: havaittavat eli demografiset ja ei-havaittavat eli kognitiiviset ominaisuudet. Havaittavia eroja ovat esimerkiksi ikä, sukupuoli, etnisuus ja kulttuuritausta. Ei-havaittavia eroja ovat esimerkiksi ammatti- ja koulutustausta, arvot, luonteenpiirteet sekä tietotaito. (Erhardt ym. 2003.) Näistä kuitenkin painotetuina ja eniten esillä ollut seikka on sukupuoli. Molempien sukupuolten edustuksen toteutuminen on nostettu esiin hallinnointikoodissa vähimmäisvaatimuksena ja on näin ollen yksi selostettavista seikoista. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015.)

Virtanen (2012) tutki hallitusjäsenien sukupuolien eroavaisuuksia. Kysely lähetettiin kaikille suomalaisten listattujen yhtiöiden suomenkielisille naisjäsenille, joita oli yhteensä 62 sekä satunnaisesti valituille 84 miespuoliselle hallituksen jäsenelle. Kyselyllä selvitettiin mm. vastaajien taustatietoja kuten ikää, siviilisäätyä, koulutusta ja lasten lukumäärää. Tulokset osoittivat naisten ja miesten hallituksissa olevan melko samankaltaisia taustekijöiden suhteen. Sekä naisista että miehistä valtaosa oli naimisissa eikä myöskään lasten määrässä ollut eroa naisten ja miesten välillä. Kaksi lasta tai enemmän oli 16 naisella

(61,5 %) ja 31 miehellä (81,6 %). Vain iän suhteen oli selkeä ero sukupuolten välillä. Naiset olivat keskimäärin nuorempia kuin miehet. Ero oli lisäksi tilastollisesti merkitsevä. Ikäryhmistä isoin oli 51–60 -vuotiaat, mutta ainoastaan kaksi naista oli yli 60-vuotiaita, kun vastaavasti yli 60-vuotiaita miehiä oli 11. 20–35 –vuotiaat oli nuorin ikäryhmä, jossa oli ainoastaan yksi nainen eikä lainkaan miehiä. Koulutuksessa oli myös eroa miesten ja naisten välillä, sillä seitsemällä miehellä oli insinöörin koulutus, kun naisista vain yhdellä. Tutkimuksella selvitettiin lisäksi vastaajien kokemuksia uran ja perheen yhteensovittamisesta ja kokemuksia roolistaan hallituksessa. Sekä naiset että miehet kertoivat olevansa tyytyväisiä niin työhönsä hallituksessa kuin myös yksityiselämään ja perhe-elämään. Vain hyvin pieniä eroavaisuuksia ilmeni miesten ja naisten välillä, huolimatta siitä, että monet kansainväliset tutkimukset ovat tuoneet esille naisten vaikeutta sovittaa yhteen perheen ja uran vaatimukset. Kyselyn tulokset eivät tukeneet näitä tuloksia.

Naisten määrän hallituksessa on havaittu olevan kriittinen tekijä, jotta hallituksen monimuotoisuudesta todella hyödyttäisiin. Yhtä naista hallituksessa voidaan pitää symbolisena tai pakollisena. Hän on ainoana naisena valokeilassa ja yhtä aikaa näkymätön. Hänen pitää tehdä kovasti töitä, ettei häntä sivuuteta vaan tulee kuulluksi ja saa mielipiteensä huomioonotavaksi. Kaksi naisjäsentä edustaa jo paremmin myös eettisestä näkökulmasta, ja yksittäistä naista ei voi enää yleistää edustamaan kaikkia naisia. Lisäksi hänellä on joku, jonka kanssa pohtia asioita hallituksen kokouksen tauolla naistenhuoneessa, kuten miesenemmistöllä. Naisvähemmistön tulee kuitenkin edelleen olla varovaisia, etteivät tue liikaa toisiaan. Kolme tai enemmän naisjäsentä hallituksessa näyttää johtavan selkeään muutokseen. He myös tuntevat vähemmän painetta työssään, koska eivät joudu jatkuvasti osoittamaan pätevyyttään. Suurempi naisten osuus hallituksessa muuttaa myös miesjäsenten kommunikointitapoja ja käyttäytymistä enemmän huomioonottavampaan ja keskustelevallempaan suuntaan hierarkian sijaan. (Konrad, Kramer & Erkut 2008.)

2.3. Naisten luonteenpiirteet

Naisten määrän lisäämistä hallitukseen pidetään tärkeänä, koska sen on todettu tuovan paljon positiivisia vaikutteita niin hallituksen kuin yrityksenkin toimintaan. Naiset lisäävät tehokkuutta ja tuovat mukanaan uusia toimintakulttuureja. Naiset myös enemmän kyseenalaistavat ja ottavat aktiivisen sekä keskustelevan roolin uuden rakentamiselle. On vaikea selittää, miten naiset vaikuttavat ja johtuvatko positiiviset vaikutukset vain ja ainoastaan naisista vai ovatko ne monen tekijän lopputulos. (Virtanen & Virtanen 2012.)

Psykologian ja johtamisen kirjallisuus osoittaa miesten ja naisten väliltä löytyvän merkittäviä eroja esimerkiksi päätöksenteossa, riskin otossa, kommunikoinnissa, johtamistyyli- lissä ja konservatismissa (Peni 2012). Naiset ovat taipuvaisempia varovaisuuteen ja hallittomampia ottamaan riskejä. He haluavat välttää oikeudenkäyntejä ja maineen menestystä. (Powell & Ansic 1997; Aguir, Lakhal, Lakhal & Malek 2015.) Nämä erot sukupuolien välillä voivat johtua siitä, että ihmiset ovat taipuvaisia yliarvioimaan kykynsä. Liiallinen itseluottamus voi näkyä eroina siinä, miten nais- ja miesjohtajat toimivat. (Peni 2012.) Naiset mielletään luotettavammiksi, korkeamman moraalin omaaviksi ja eettisimmiksi verrattuna miehiin (Peni & Vähämaa 2010). Naisiin yhdistettyä aktiivista johtamista seuraa parempi eettinen päätöksenteko. Myös sosiologian kirjallisuus osoittaa miesten olevan taipuvaisempia laittomiin toimiin, kuten sisäpiirikauppoihin. Edelleen monimuotoisuuden on osoitettu vähentävän tuloksen tasausta ja tappion välttelyä kokeneempien johtajien keskuudessa. (Aguir ym. 2015.) Peni (2012) tutkimuksen mukaan toimitusjohtajan iällä nähdään olevan vaikutus yrityksen suorituskykyyn. Miehet hallituksessa ovat keskimäärin vanhempia naisiin verrattuna (Virtanen 2010). Vanhemmat johtajat ehkä ajavat omia tavoitteitaan ja nauttivat yrityksen tasaisesta menestyksestä eivätkä nuorten johtajien tavoin keskity kehittämään yritystä. Toisaalta kokeneemmilla johtajilla on enemmän tehtävän hoitamiseen liittyvää kokemusta, joka auttaa heitä suoriutumaan työstään. Lisäksi pidemmän uran tehneillä johtajilla voi olla kattavampi verkosto, josta he voivat hyötyä työssään. (Peni 2012.)

Naiset valvovat paremmin johtajia ja esimerkiksi heidän raportointiaan. Lisääntynyt valvonta ja informaatio yhdessä avoimemman keskustelun kanssa voi parantaa taloudellisen raportoinnin laatua, tuoda läpinäkyvyyttä ja vähentää tuloksen manipulointia. Tämä parantaa sijoittajien ja muidenkin sidosryhmien luottamusta yritykseen. Hallituksen liiallinen valvonta kuitenkin laskee osakkeenomistajien arvoa. (Adams & Ferreira 2009; Gul ym. 2011.)

Naiset ymmärtävät paremmin kuluttajien käyttäytymistä, tunnistavat heidän tarpeitaan ja yritysten mahdollisuudet vastata niihin tarpeisiin (Brennan & McCafferty 1997.) Monimuotoiset hallitukset ovat tehokkaampia, sillä naiset haastavat perinteiset tavat ja käytännöt (Peni & Vähämaa 2010; Gul ym. 2011). Eagly ja Carlin (2003) mukaan naisten tehokkaampi johtamistyyli on seurausta lasikatto ilmiöstä, jonka vuoksi naisten täytyy suoriutua jatkuvasti parhaimman osaamisensa mukaan saavuttaakseen johtoaseman ja hallitusjäsenyyden. Lasikattoilmiöllä tarkoitetaan näkymätöntä estettä, joka estää naisten uralla etenemisen ylimpiin tehtäviin.

Naisjohtajat toimivat myös muille yrityksen naistyöntekijöille esimerkkinä. Naiset ovat ahkerampia ja valmistautuvat hallituksen kokouksiin paremmin kuin miehet. Kokeneemat miesjohtajat voivat usein olla operatiivisten tehtävien lisäksi mukana useamman eri yrityksen hallitustehtävissä, joka pitää heidät kiireellisinä. (Huse & Solberg 2006.) Hallituksen kokouksiin valmistautuminen voidaan nähdä parempana sitoutumisena yritykseen. Mitä enemmän tietoa keskustelussa on, sitä parempia päätöksiä tehdään. Naiset tuovat pehmeyttä ja uskaltavat esittää paljon yksinkertaisiakin kysymyksiä myös epämiellyttäviksi koetuista asioista. Naisia pidetään itsenäisempinä päätöksentekijöinä, he eivät koe tarvetta mennä toisten mielipiteiden mukana. Tosin jos päätöksiä valmistellaan etukäteen epävirallisissa paikoissa, vaikuttaa tämä niin sanottujen herrakerhojen ulkopuolelle jäänti myös työskentelyyn. (Huse & Solberg 2006; Gul ym. 2011.) Toisaalta, mikäli naisten määrä hallituksessa on vain marginaalinen, ei ole syytä olettaa monimuotoisuuden lisäävän tehokkuutta, sillä on olemassa riski, että naisten vähemmistö sopeutuu muun hallituksen kanssa ja näin ollen toiminta ja päätöksenteko on yhteneväistä miesjäsenten kanssa (Rose 2007).

Naiset tuovat enemmän yhteisöllistä johtajuutta, joka ilmenee lisääntyneenä kuuntelemisena, sosiaalisena tukena ja kompromisseina. Toisaalta heterogeenisten tiimien on tutkittu tarvitsevan enemmän aikaa ja suurempia ponnisteluja päätöksenteossa, joka heikentää ryhmän suorituskykyä. Lisäksi lisääntyneet konfliktit jäsenten välillä voivat vähentää hallituksen tehokkuutta. (Erhardt ym. 2003.) Rose (2007) esittää myös tutkimuksessaan, että suurempi hallituksen monimuotoisuus saattaa haitata tehokasta ongelmien ratkaisua. Päätöksentekoprosessi saattaa viedä enemmän aikaa, koska asiasta nousee esiin enemmän huomioonotettavia näkökulmia. Seurauksena saattaa esiintyä enemmän tinkimistä sekä hallituksen muuttumista hajanaisemmaksi.

Erhardt ym. (2003) mukaan naiset ovat muutoksen mestareita, koska he ovat useimmiten nuorempia ja näin ollen avoimempia uusille ideoille ja lähestymistavoille tehdä bisnestä mitä heidän mieskollegat. Miehet ovat keskimäärin iäkkäämpiä ja konservatiivisempiä hallituksen naisjäseniin verrattuna (Virtanen 2010; Peni 2012). Naiset tuovat usein mukanaan hallitukseen uutta näkökulmaa ja mielipiteitä, joita yrityksellä ei ole aikaisemmin ollut. Lisäksi keskusteluihin tulee nykypäivän todellisuutta. Nämä näkökulmat usein puuttuvat perus miesvaltaisesta hallituksesta. Naisjohtajat voivat myös olla esikuvana ja inspiraationa yrityksen monipuoliselle työvoimalle. (Carter ym. 2003.)

2.4. Agenttiteoria

Agenttiteoria on hyvin yleisesti käytetty teoreettinen viitekehys taloustieteessä tutkittaessa yrityksen hallituksen monimuotoisuuden ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen yhteyttä (Carter ym. 2003). Agenttiteorian mukaan hallituksen tärkein tehtävä on edistää osakkeenomistajien etua. Hallitus onkin tärkeässä roolissa osakkeenomistajien ja yrityksen johdon välisessä etujen ristiriidassa. Vaikka hallitus delegoi osan johto- ja kontrollitehtävistä edelleen yrityksen johdolle, on hallituksen harteilla kuitenkin johdon toimien valvonta. Valvonnan lisäksi hallituksella on aina valta palkata, palkita ja erottaa yrityksen johto sekä vahvistaa ja valvoa tärkeimpiä päätöksiä. (Fama & Jensen 1983.) Carter ym. (2003) tutkimuksen mukaan monimuotoisempi hallitus voi parantaa hallituksen toimintaa liittyen johdon valvontaan ja kontrolliin. Tutkimuksen mukaan naiset kysyvät herkemmin kysymyksiä, joita miehet eivät esittäisi. Tutkimuksessa kuitenkin todetaan, ettei naisten uusi näkökulma välttämättä johda tehokkaampaan valvontaan, mikäli naisten määrä hallituksessa on vain marginaalinen.

Berle ja Means (1947) toivat esiin yrityksen omistajien ja johdon välisen intressien ristiriidan, joka yrityksessä syntyy, kun omistus (päämies) ja johto (agentti) on eriytetty. Isompien yritysten omistus ja johto alkoivat jakaantua teollisen vallankumouksen alettua 1800-luvulla, kun johtajia palkattiin. Yhdet agenttiteorian edelleen kehittäjät ovat Jensen ja Mecklin (1976), jotka määrittivät agenttisuhteen sopimukseksi, jossa yksi tai useampi henkilö delegoi työtä, esimerkiksi päätöksentekoa, toiselle osapuolelle. Tästä yrityksen omistuksen ja johdon eriytymisestä seuraa agenttiongelma, sillä näillä kahdella osapuolella voi olla sekä erilaiset tavoitteet että erilainen halukkuus riskinottoon. Yrityksen hallituksen tehtävänä onkin ratkaista agenttiongelma osakkeenomistajien ja johdon välillä. Osakkeenomistajat haluavat sijoitukselleen mahdollisimman suuren tuoton kohtuullisella riskillä sekä odottavat yrityksen maksimaalista arvonnousua. Samalla yrityksen johto voi välttää riskin ottamista ja keskittyä omiin etuihin. (Berle & Means 1947; Jensen & Mecklin 1976.)

Siinä missä osakkeenomistajilla voi olla yrityksessä sijoitettuna vain pieni osa varallisuudesta, johtaja antaa koko osaamisensa yrityksen käyttöön ja on enemmän riippuvainen yrityksen menestyksestä, myös maineensa puolesta. Ongelmana agenttisuhteessa esiintyy lisäksi informaation epätasainen jakaantuminen, sillä kaiken kattava informaatio on harvoin kaikkien osapuolten käytettävissä. Johtajilla on aina enemmän tietoa yrityksestä kuin omistajilla. Miten vähemmän tietoa päivittäisestä liiketoiminnasta omaava omistaja voi motivoida palkkaamansa johtajan tekemään omistajan kannalta parhaita mahdollisia päätöksiä, kuin he omistaisivat yrityksen? (Lumijärvi 1987: 7, 9.)

Agenttiongelman ratkaisuun löytyy muutamia keinoja, joista kuitenkin syntyy kustannuksia. Näitä kutsutaan agenttikustannuksiksi. Jensen ja Mecklin (1976) mukaan kustannukset voidaan jakaa kolmeen eri tekijään. Valvontakustannukset, joita syntyy mm. valvontajärjestelmistä, tilintarkastuksesta ja budjetoinnin rajoittamista. Valvontajärjestelmien parannus voi vaatia liian paljon kustannuksia ja täydellinen kontrollointi on yleensä mahdotonta. Healy ja Palepun (2001) mukaan yrityksen taloudellisen raportoinnin kysyntä olisikin lähtöisin informaation epätasaisesta jakautumisesta ja yrityksen omistajien ja johdon välisistä konflikteista. Tilinpäätöksessä vaadittavia raportoitavia seikkoja on kehitetty lainsäädännöllä, standardeilla ja tilintarkastajien toimesta. Yrityksen hallitus on tärkeässä roolissa palvellessaan osakkeenomistajia johdon valvojana ja kontrolloijana.

Yksi tärkeimmistä ja tehokkaimmista välineistä valvonnan lisäksi on riittävät kompensatiot johdolle. Houkutteleva palkkiojärjestelmä motivoi myös osakkeenomistajien hyödyn maksimointiin ja yrityksen menestykseen. Kolmas kustannuserä syntyy, kun agentti ei toimi päämiehen kannalta edullisesti. Näin päämiehen hyvinvoinnin määrä laskee, johon tuen agentin toimenpiteistä. Tällä tarkoitetaan residuaalitappiota. (Lumijärvi 1987: 15-16.)

Aiempien tutkimusten mukaan hallitus, joka sisältää sekä ulkopuolisia, itsenäisiä jäseniä että yrityksen sisältä, yrityksessä työskenteleviä johtajia, on paras vaihtoehto yrityksen ja osakkeenomistajien edun kannalta. Yrityksen sisäiset hallituksen jäsenet investoivat yritykseen myös täysin oman työpanoksensa. Tämän vuoksi heillä on vahva kannustin saada yrityksen arvoa kasvatettua. Arvon lisäys tarkoittaa myös houkutusta tuloksen manipulointiin. Huono tulos halutaan piilottaa tai siirtää myöhemmäksi, pois sijoittajien näköpiiristä. Ulkoisten, riippumattomien hallituksen jäsenten toimeentulo ei päinvastoin taas ole täysin riippuvaisia yhdestä yrityksestä, joten heidän kannustin on pitää mainettaan yllä ja näin varmistaa mahdollisimman läpinäkyvää ja rehellistä raportointia. Hallitus joka koostuu molemmista niin ulkopuolisista kuin yrityksen sisäisistä jäsenistä hyödyntää sijoittajia parhaiten sekä sitoutumisellaan yrityksen arvon nousuun että kurinalaisella raportoinnilla. (Gul ym. 2011.)

2.5. Resurssiriippuvuus ja muuttuva toimintaympäristö

Naisten hallitusjäsenyyden vaikutusta yrityksen suorituskyykyyn analysoidaan agenttiteorian lisäksi vielä toisesta, resurssiriippuvuuden, teoreettisesta viitekehystä, jotta aiheeseen saataisiin monipuolista näkökulmaa. Resurssiriippuvuusteoria on agenttiteorian ohella käytetty teoreettinen viitekehys taloustieteessä. Agenttiteoria keskittyy pääasiassa yrityksen hallinnon sisäisiin ongelmiin, kun resurssiriippuvuusteoria puolestaan tarkastelee yrityksen haasteita sen ulkoiseen toimintaympäristöön (Clarke 2007: 9).

Resurssiriippuvuudella on kaksi tärkeää merkitystä yrityksen hallitukseen liittyen. Ensimmäinen, toimintaympäristön vaatimusten ja painostuksen pitäisi vaikuttaa hallituksen kokoonpanoon. Toiseksi, hallituksen kokoonpanojen erot pitäisi vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen. (Boyd 1990.) Resurssiriippuvuusteoria esittää kolme kategoriaa, joissa yritykset voivat hyötyä hallituksen kautta: konsultointi ja neuvonanto, legitimeetti sekä kommunikointikanavat (Hillman, Shropshire & Cannella 2007). Mitä tulee konsultointiin ja neuvonantoon, Huse ja Solberg (2006) tutkimuksen mukaan monimuotoiset hallitukset käsittelevät monimutkaisia asioita laadukkaammin, kun pelkästään miehistä koostuvissa hallituksissa nämä koettaisiin epämiellyttäväksi keskustella. Kommunikointikanavien suhteen, Daily ja Dalton (2003) tutkimuksen mukaan hallituksen naisjäsenten erilainen kokemus ja näkökulmat auttaa yrityksiä olemaan yhteydessä naispuolisiin yhteisöihin, kuten naispuolisiin asiakkaisiin, työvoimaan ym., joihin miesten voisi olla haasteellista vaikuttaa. Täten resurssiriippuvuusteoria tuo esille monimuotoisten hallitusten hyötyjä.

Pfeffer ja Salancikin (1978) esittämän resurssiriippuvuusteorian mukaan mikään yritys ei ole täysin omavarainen. Yrityksen täytyy olla vuorovaikutuksessa ympäristönsä kanssa saadakseen tarvitsemansa resurssit (Pfeffer & Salancik 1978). Täten se on riippuvainen ulkoisesta ympäristöstään ja sidoksissa vallitseviin olosuhteisiin (Hillman, Withers & Collins (2009).

Lähtökohtaisesti yrityksen toimintaympäristöön luetaan mukaan kaikki mahdolliset tapahtumat, joilla on vaikutusta organisaation toimintoihin ja lopputulokseen. Näin ollen toimintaympäristö muodostuu koko järjestelmän toisiinsa liittyvien yksilöiden ja organisaatioiden välisestä yhteistyöstä. Organisaatiolla ei ole kuitenkaan mahdollista havaita jokaista toimintaan vaikuttavaa tekijää, joten keskeistä onkin tiedostaa tärkeimmät elementit. On myöskin huomioitavaa, että osa tärkeistä elementeistä voi olla organisaation päätöksentekijöiden näkymättömissä. Resurssin tärkeys määrittelee, onko yritys riippuvainen toisesta organisaatiosta ja miten voimakkaasti. (Pfeffer & Salancik 1978.)

Yrityksen resurssit voidaan jakaa kolmeen eri kategoriaan: fyysisiin resursseihin, inhimillisiin resursseihin ja organisaatioresursseihin. Fyysisiä resursseja ovat esimerkiksi yrityksessä käytetty teknologia, koneet ja laitteet, maantieteellinen sijainti ja raaka-aineiden saatavuus. Inhimillisillä resursseilla tarkoitetaan kokemusta, koulutusta, suhteita, harkintakykyä, tietoja, taitoja ja johtajien näkemyksiä sekä työntekijöitä. Organisaatioresursseihin luetaan mm. yrityksen raportointi, suunnittelu, kontrollointi ja koordinointi systeemit, kuten myös epäviralliset suhteet niin yrityksen sisällä kuin ulkopuolella. (Barney 1991.)

Koska ulkopuoliset resurssit eivät ole yrityksen omassa hallinnassa, aiheutuu yrityksen toimintaan epävarmuutta ja riippuvuutta. Yrityksiä tulee ja menee ja resurssien saatavuus voi vaihdella. Tällöin yrityksellä on mahdollisuus joko vastata toimillaan muuttuneeseen ympäristöön tai jäädä tuleen makaamaan. (Pfeffer & Salancik 1978.) Hillman ym. (2009) esittää artikkelissaan muutamia keinoja riippuvuuden vähentämiseen ja hallintaan: fuusiot ja yritysostot, yhteisyritykset ja epäviralliset organisaatiot (kuten esimerkiksi strategiset liittoumat, tutkimuskonsortiot, yhteismarkkinointisopimukset, ostajan ja toimittajan väliset suhteet), yrityksen hallitus ja johtoryhmä, poliittiset toimet (vaikutetaan poliittisiin päättäjiin ja lainsäädäntöön) ja menestys.

Resurssiriippuvaisen mallin mukaan yritykset eivät ole vain muutokseen kykeneviä sopeutujia vaan myös ympäristönsä aktiivisia vaikuttajia (Aldrich & Pfeffer 1976). Toimintaympäristön olosuhteilla on merkittävä vaikutus organisaatioon. Näin ollen on loogista olettaa, että organisaatio yrittää ryhtyä toimiin varmistaakseen menestyksen ja kannattavuuden jatkumisen. (Pfeffer 1972.) Pfeffer (1972) toteaa yrityksen hallituksen olevan tärkeä väline käsitellä organisaation toimintaympäristöä. Yrityksen hallituksen toiminta on tärkeä linkki ulkoiseen toimintaympäristöön. Pfefferin (1972) tutkimuksessa hallituksen koko ja koostumus olivat systemaattisesti yhteydessä organisaation ympäristön vaatimuksiin. Organisaatiot, jotka poikkesivat enemmän tutkimuksen optimaalisesta hallituksen rakenteesta, suoriutuivat huonommin (Pfeffer, 1972). Jos yrityksen hallitus heijastaa ympäristöään ja toimintaympäristö muuttuu merkittävästi, voimme odottaa strategisia muutoksia myös hallituksen kokoonpanossa (Cannella, Hillman & Paetzold 2000).

Johtajat tuovat yritykseen mukanaan legitimizeettiä, tietoja, taitoja, verkostoja ja suhteita esimerkiksi toimittajiin, asiakkaisiin ja poliittisiin päätöksentekijöihin (Cannella ym. 2000). Hyödyn laajuus yritykselle riippuu siitä, pääseekö yritys käsiksi arvokkaisiin resursseihin ja informaatioon, vähentääkö se riippuvuutta ulkoisesta ympäristöstä, helpottaako yritysten välistä sitoutumista ja auttaako se julkista legitimizeettiä (Daily & Dalton

1994). Johtajat voivat edistää yrityksen mainetta ja luotettavuutta, hankkia uusia resursseja sekä pienentää transaktiokustannuksia (Zahra & Pearce 1989; Cannella ym. 2000). Pitkällä aikavälillä hallitus on vastuussa yrityksen selviytymisestä ja hyvinvoinnista (Daily & Dalton 1994). Daily ja Dalton (1994) mukaan resurssiriippuvuusteoria suosii ulkoisten jäsenten nimittämistä hallitukseen, koska se on tärkeää yrityksen ulkoisten suhteiden hoidon kannalta varsinkin silloin, jos yritys kohtaa huonompia taloudellisia aikoja.

3. YRITYKSEN SUORITUSKYKY JA SEN MITTAAMINEN

Yrityksen suorituskyky voidaan määritellä sen kyvyksi aikaansaada tuotoksia asetetuilla ulottuvuuksilla suhteessa asetettuihin tavoitteisiin. Ulottuvuudet liittyvät yrityksen kykyyn maksimoida omistajiensa hyöty sekä tyydyttää riittävästi myös muiden sidosryhmien tarpeet. On tapauskohtaista, minkä sidosryhmän tarpeet ovat kulloinkin priorisoina etusijalla. Osakkeenomistajien voittojen maksimointi on viime vuosina ollut yhä useammin yritysten toimintaa ohjaava voima. Tämän raa'an kapitalistisen ajattelutavan rinnalle on hiljalleen noussut myös muiden sidosryhmien näkemyksiä laajemmin huomioivia oppeja ja menetelmiä. (Ukko, Karhu, Pekkola, Rantanen & Tenhunen 2007: 3.)

Yrityksillä voidaan nähdä olevan hyvin erilaisia tarpeita ja käyttötarkoituksia suorituskyvyn mittaamiselle johtuen esimerkiksi yrityksen toimialasta, koosta, erityispiirteistä ja tavoitteista. Suorituskyvyn mittaamista pyritään käyttämään johtamisen tukena päätöksenteossa. (Ukko ym. 2007: 11.) Suorituskyvyn mittarit ovat avainroolissa mm. strategian kehittämisessä, arvioitaessa organisaation tavoitteiden saavutuksia sekä johtajien palkkioiden määrittämisessä. Perinteiset taloudelliset tunnusluvut perustuvat yrityksen kirjanpitoon tai markkina-arvoon. (Ittner & Larcker 1998; Peni 2012.) Perinteisesti suorituskyky osa-alueineen on nähty ainoastaan taloudellisina ulottuvuuksina. Ei-taloudellisten ulottuvuuksien tarve on tunnistettu kuitenkin jo 1980-luvulta lähtien. Talouden mittareiden käyttöä voidaan verrata auton peruutuspeilin käyttöön ajaessa. Ne ovat tärkeitä, mutta tulevaisuuden menestymisen mahdollisuuksista muut mittarit kertovat paremmin. (Ukko ym. 2007: 3-4.) Monet yritykset käyttävätkin lisäksi tai vaihtoehtona päätöksenteossa ja suorituskyvyn arvioinnissa ei-taloudellisia mittareita, kuten eri versioita tasapainotetusta tulokortista (Ittner & Larcker 1998).

Markkinapohjaiset tunnusluvut perustuvat yrityksen markkina-arvoon ja heijastavat näin markkinoilla toimivien sijoittajien näkemystä yrityksen tulevaisuuden potentiaalista. Tämä näkemys saattaa olla oikea tai väärä. Toinen seikka on se, että yrityksen markkina-arvo voi jatkuvasti nousta, mikäli markkinat uskovat sen menestymiseen, riippumatta asioiden todellisesta tilasta. Yrityksen markkina ei näin ollen kuvaa yrityksen todellisia menestymismahdollisuuksia, vaan mahdollisuuksia, joita markkinat ja sijoittajat uskovat yrityksellä olevan. (Laitinen 2002: 66-67.)

Yritysten toimintaympäristön muutos, työn luonteen muuttuminen, kiristynvä kilpailu sekä tiedon saannin ja muokkaamisen helpottuminen ovat luoneet uusia tarpeita yritysten suo-

rituskyvyn mittaamiselle. Menestyäkseen ja pystyäkseen kohdentamaan resurssejaan oikeisiin asioihin sekä kehittääkseen toimintaansa on yrityksen saatava jatkuvasti tietoa eri osa-alueista toiminnastaan. (Ukko ym. 2007: 10.)

Tuottavuus, kannattavuus, taloudellisuus, tehokkuus jne. ovat yrityksen suorituskyvyn osa-alueita sekä toiminnan kyvykkyyttä kuvaavia termejä (Ukko ym. 2007: 4). Organisaation suorituskykyä voidaan mitata lukuisilla eri tavoilla, kuten esimerkiksi markkinaosuudella, patentoitujen tuotteiden määrällä ja taseen loppusummalla (Erhardt ym. 2003).

3.1. Yrityksen taloudellinen suoriutuminen

Tunnuslukujen avulla on mahdollista havainnollistaa ja tulkita yrityksen taloudellista tilaa sekä taloudellisia toimintaedellytyksiä. Tunnusluvut ovat tarpeellisia niin yritysten välisessä vertailussa kuin kehityslinjojen löytämisessä ja esittämisessä sekä yrityksen historian kuvaamisessa. Tunnusluvuilla kuvataan yrityksen taloudellista toimintakykyä. Taloudellinen toimintakyky voidaan jakaa kolmeen osatekijään, joita ovat kannattavuus, maksuvalmius ja vakavaraisuus. Perinteisten tunnuslukujen ohella käytetään usein kokonaan tai osittain markkinaperusteisia tunnuslukuja. (Kaisanlahti, Leppiniemi & Leppiniemi 2017: 155-156.) Tässä tutkimuksessa käytetään tunnusluvuissa molempia lähestymistapoja sekä kirjanpito- että markkinaperusteisia tunnuslukuja.

Kannattavuus voidaan määritellä esimerkiksi yrityksen pitkän tähtäyksen tulontuottamiskyvyksi suhteutettuna eri sidosryhmien kohdistamiin vaatimuksiin (Ukko ym. 2007: 4). Kannattavuus muodostaa yrityksen toiminnan perusedellytyksen, jonka pitäisi kiinnostaa kaikkia yrityksen sidosryhmiä. Toki maksuvalmiuden ja vakavaraisuudenkin on oltava tasapainossa, jotta toiminta voi jatkua. Vaikka yritys olisi kuinka kannattava, voi vakavaraisuuden tai maksuvalmiuden romahtaminen pysäyttää yrityksen. Yrityksellä ei kuitenkaan ole elämisen edellytyksiä, jos se ei ole kannattava. (Laitinen 1986: 41.)

Kannattavuuden absoluuttinen mittari on yrityksen tulos (Kaisanlahti ym. 2017: 168). Kannattavuutta voidaan mitata suhteellisesti tai absoluuttisesti. Suhteellinen kannattavuus kertoo voiton suhteesta yritykseen sijoitettuun pääomaan nähden. Absoluuttista kannattavuutta mitataan yksinkertaisesti voittona eli liiketoiminnan tuottojen ja kulujen erotuksena. (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2011: 60.) Yhden yrityksen kannattavuuskehityksen seuraamiseksi ja eri kokoisten yritysten vertailemiseksi käytetään usein kannattavuuden suhteellisia mittareita, voittoprosentteja ja pääoman tuottoprosentteja.

Yrityksen tuloksen suhteuttaminen liikevaihtoon on yritysten vertailun kannalta heikompi, mutta hyvään laskentatarkkuuteen johtava tarkastelumalli. Näitä tunnuslukuja kutsutaan voittoprosenteiksi. Laskennallisesti epätarkempi, mutta monia eri tarpeita palveleva tarkastelumalli on suhteuttaa yrityksen tulos käytössä olleisiin resursseihin eli pääomaan. Tämän lähestymistavan tunnusluvut ovat pääoman tuottoprosentteja. Kannattavuuden tunnuslukuja ovat mm. liikevoittoprosentti ja oman pääoman tuottoprosentti. (Kaisanlahti ym. 2017: 168-170.)

Maksuvalmiudella tarkoitetaan rahojen jokahetkisestä riittävyttä (Kaisanlahti ym. 2017: 182). Maksuvalmiudessa on kysymys yrityksen kyvystä hoitaa maksut ajallaan ja edullisimmalla mahdollisella tavalla. Kassa-alennusten hyödyntäminen ja käyttämätön sekkitililimiitti kertovat hyvästä maksuvalmiustilanteesta. Maksuvalmiuden heikkoudesta puolestaan ilmaisee erääntyneet maksut, maksetut viivästyskorot sekä kalliin lisärahoituksen käyttö. (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2011: 71.)

Maksuvalmius voi olla luonteeltaan dynaamista tai staattista. Dynaaminen maksuvalmius mittaa tilikauden ajan tulorahoituksen riittävyttä maksuvelvoitteiden hoitamiseen. Sitä voidaan tarkastella kassavirtalaskelman avulla. Staattisessa näkökulmassa tarkastellaan maksuvalmiutta tietyllä hetkellä, kuten tilinpäätöshetkellä, ja verrataan nopeasti rahaksi muutettavan omaisuuden suhdetta lyhytaikaisiin velkoihin. (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2011: 71.) Koska tilinpäätös kuvaa yrityksen taloudellista asemaa tietyllä hetkellä, se ei ole paras mahdollinen perusta maksuvalmiuden tutkimiselle. Maksuvalmiutta koskevat tilanteet voivat muuttua nopeasti, jonka vuoksi likviditeettiä koskevien johtopäätösten käytössä tulee olla varovainen. Maksuvalmiutta voidaan mitata esimerkiksi Quick ratio ja Current ratio tunnuslukujen avulla. (Kaisanlahti ym. 2017: 182, 187.)

Vakavaraisuudessa on kysymys yrityksen kyvyn suoriutua velvoitteistaan pitkällä aikavälillä. Yrityksen mahdollisuus saada tarvittaessa uutta vierasta pääomaa kertoo hyvässä kunnossa olevasta vakavaraisuudesta. Vakavaraisuus tarkoittaa yrityksen rahoituksellista joustavuutta ja rahoitusaseman terveyttä. (Kaisanlahti ym. 2017: 193.)

Vakavarainen yritys, jolla on runsaasti omaa pääomaa taseessaan verrattuna vieraaseen pääomaan, kestää paljon paremmin tappioita, mitä hyvin velkaantunut yritys. Yrityksen asema ja toiminnan jatkuvuus on sitä turvatumpi, mitä vahvempi pääomarakenne sillä on. Tämä riskinsietokyky korostuu, kun huonot ajat koittavat. Yrityksen vakavaraisuutta on

tapana mitata erilaisilla pääomarakennetta kuvaavilla tunnusluvuilla, kuten omavaraisuusasteella ja suhteellisella velkaantuneisuudella. (Kinnunen, Laitinen, Laitinen, Leppiniemi & Puttonen 2010: 62-63.)

3.2. Kannattavuuden tunnusluvut

Kannattavuus on yrityksen menestymistä kuvaavista suorituskyvyn osa-alueista tärkein (Ukko ym. 2007: 4). Se luo pohjan yrityksen toiminnan jatkuvuudelle, mutta myös arvon muodostumiselle. Yrityksen kannattavuus edellyttää, että toiminnan tulot ovat suuremmat kuin menot. (Kinnunen ym. 2010: 55.)

Tässä tutkimuksessa käytetään kolmea eri taloudellista tunnuslukua, jotka ovat: oman pääoman tuotto-% (return on equity, ROE), koko pääoman tuotto-% (return on assets, ROA) ja markkina-arvoperusteinen Tobinin q. Näitä mittareita on usein käytetty myös muissa vastaavissa yrityksen suorituskyyä arvioivissa tutkimuksissa (Erhardt ym. 2003; Peni 2012). Pääoman tuotto-%:t kuvaavat vuosikorkoa, jonka yritys ansaitsee toiminnallaan sitomalleen pääomalle (Kaisanlahti ym. 2017: 169).

3.2.1. Oman pääoman tuotto-% ROE

Oman pääoman tuoton näkökulma rajautuu nimen mukaan oman pääoman sijoittajiin (Kinnunen ym. 2010: 57). Tunnusluku mittaa yrityksen kykyä tuottaa lisäarvoa omistajien yritykseen sijoittamalle pääomalle. Sen tavoitetaso määräytyy omistajien asettaman tuottovaatimuksen mukaan, johon vaikuttaa oleellisesti sijoitukseen liittyvä riski. Oman pääoman sijoitukselta edellytetään normaalisti riskilisää. Yrityksen kartuttamaa oman pääoman tuottoa vertaillaan yleensä vaihtoehtoisin sijoituskohteisiin. (Kaisanlahti ym. 2017: 170, 173.) Yrityksen on kyettävä saamaan aikaan tuottoa vieraan pääoman lisäksi myös omalle pääomalle (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2011: 65).

$$(1) \quad \text{Oman pääoman tuotto- \%} = \frac{\text{Nettotulos (12 kk)}}{\text{Oikaistu oma pääoma keskimäärin tilikaudella}} * 100$$

Tunnusluvun tase-erät lasketaan tilikauden alun ja lopun keskiarvoina. Mikäli tilikausi poikkeaa 12 kuukaudesta, muutetaan tuotto-% vuositasoiseksi jakamalla osoittaja tilikauden pituudella kuukausina ja kertomalla luku kahdellatoista. (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2011: 63.)

3.2.2. Koko pääoman tuottoprosentti ROA

Koko pääoman tuottoasteen näkökulmana ovat yrityksen kaikki rahoittajat eli koko taseen oma ja vieras pääoma (Kinnunen ym. 2010: 57). Se mittaa yrityksen kykyä tuottaa tulosta kaikelle toimintaan sitoutuneelle pääomalle. Kokonaispääoman tuottoprosentti on kannattavuuden mittari, johon ei ole vaikutusta yrityksen veronmaksupolitiikalla tai yhtiömuodosta johtuvalla verotustekniikalla. Tunnusluku on käyttökelpoisempi verrattuna sijoitetun pääoman tuottoprosenttiin erityisesti silloin, kun jakoa korottomaan ja korolliseen pääomaan ei pystytä luotettavasti selvittämään. Vertailukelpoisuutta voi vaikeuttaa yritysten mahdollisesti eri tavoin tekemät arvonorotukset. Yritykset, jotka ovat tehneet arvonorotuksia, tuottoprosentit jäävät alhaisemmiksi kuin niillä, jotka käyttävät tasearvojen pohjana hankinta-arvoja. Lisäksi yksittäisen yrityksen eri vuosien väliseen vertailuun syntyy epäjatkuvuus vuonna, jona arvonorotus on tehty tai purettu. (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2011: 64.)

$$(2) \quad \begin{array}{c} \text{Koko pääoman} \\ \text{tuottoaste} \end{array} = \frac{\text{Nettotulos} + \text{rahoituskulut} + \text{verot (12 kk)}}{\begin{array}{c} \text{Oikaistun taseen loppusumma} \\ \text{keskimäärin tilikaudella} \end{array}}$$

Kokonaispääoman tuoton ohjearvoja:

yli	10 %	hyvä
5 –	10 %	tydyttävä
alle	5 %	heikko (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2011: 64)

Tunnusluvun tase-erät lasketaan tilikauden alun ja lopun keskiarvoina ja nettotulos muunnetaan kahtatoista kuukautta vastaavaksi, mikäli se poikkeaa normaalista. (Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi 2011: 65.)

3.2.3. Tobinin q

Tobinin q on hyvä lisä kirjanpitoperusteisille tunnusluville, sillä se heijastaa markkinoiden odotuksia tulevaisuuden tuloista ja kertoo näin hyvin yrityksen kilpailueduista.

Tobinin q vertaa yrityksen markkina-arvoa sen kirjanpitoarvoon. Tunnusluku lasketaan seuraavasti (Peni 2012):

$$(3) \quad \text{Tobinin } q = \frac{(\text{oman pääoman markkina-arvo} + \text{velkojen kirjanpitoarvo})}{\text{taseen kirjanpitoarvo}} \quad (\text{Rose 2007})$$

Kun Tobinin q:n arvo on suurempi kuin 1.0, odottavat investoijat yrityksen tuottavan enemmän arvoa käyttämällä saatavilla olevat resurssit tehokkaasti. Tobinin q:n arvo, joka on pienempi kuin 1.0, viestii investoijille yrityksen käyttävän huonosti saatavilla olevia resurssejaan. (Campbell & Mínguez-Vera 2008.)

Yleisesti ottaen yrityksen raportoitu suorituskyyky voi vaihdella merkittävästi vuodesta toiseen, johtuen esimerkiksi liikearvon hankintamenon poistosta. Kirjanpidon tulokset perustuvat menneisiin tapahtumiin ja tarjoavat näin näkymän menneeseen suorituskyykyyn. Tobinin q keskittyy tulevaisuuden suorituskyyvyn odotuksiin. (Campbell & Mínguez-Vera 2008.)

4. NAISTEN HALLITUSJÄSENYYDEN JA YRITYKSEN SUORITUSKYVYN YHTEYS

Tässä luvussa esitellään tutkimusaiheeseen liittyvän kirjallisuusselvityksen keskeisiä tuloksia naisten hallitusjäsenyyden yhteydestä yrityksen suorituskykyyn. Tutkimusongelmaan liittyvät käsitellyt aiemmat tutkimukset pääosin tukivat naisten hallitusjäsenyyden positiivisen vaikutuksen olettamusta. Mukaan mahtui kuitenkin myös poikkeamia, sillä osasta tutkimuksia ei löytynyt tilastollisesti merkittävää yhteyttä. Poikkeavat tutkimustulokset voivat selittyä esim. aineiston pienellä otoskoolla. Luvun lopussa esitämme tämän tutkimuksen hypoteesin.

4.1. Naisten läsnäolo hallituksessa ja sen vaikutus yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen

Boeker & Goodstein (1991) tutkivat Kalifornialaisella aineistolla 290 sairaalan toimintaympäristön ja suorituskyvyn muutosten vaikutuksia hallituksen kokoonpanoon. Havaintoaineisto koostui seitsemän vuoden ajalta, vuosilta 1980-1986. Tutkimuksessa käytettiin aikasarja-analyysiä ja poikkileikkausaineistoa. Suorituskyvyn mittausta sairaaloissa todettiin haastavaksi, sillä osa sairaaloista kuului voittoa tavoittelemattomiin organisaatioihin. Kannattavuus mitattiin jakamalla vuosittainen nettotuotto liikevaihdolla. Tutkimuksessa tarkasteltiin, vaihtaako organisaatio hallituksen kokoonpanoa vastatakseen toimintaympäristön ulkoisiin muutoksiin sekä suorituskyvyn roolia muutoksessa. Tutkimuksen alkuoletuksena oli, että huono suorituskyky lisää todennäköisyyttä vastata toimintaympäristön muutoksiin muuttamalla hallituksen kokoonpanoa. Tutkimuksen tulokset osoittavat, että huono suorituskyky verrattuna hyvään suorituskykyyn saa yrityksen merkittävästi todennäköisemmin vaihtamaan hallituksen kokoonpanoa vastatakseen muuttuneeseen toimintaympäristöön. Tutkimus esittää suorituskyvyn laskun viestivän siitä, ettei organisaation johto vastaa muuttuneen toimintaympäristön tarpeita. Suorituskyvyn lasku myös vahvistaa motivaatiota uudistaa hallituksen kokoonpano. Tutkimuksen johtopäätöksenä todetaan, että organisaatiot pitävät hallituksen kokoonpanon muuttamista selviytymiskeinona toimintaympäristön muutoksilta sekä epävarmuuksilta.

Carter ym. (2003) tutkivat hallituksen monimuotoisuuden ja yrityksen arvon suhdetta. Aineistona tutkimuksessa oli amerikkalaiset Fortune 1000 yritykset vuodelta 1997, joista tutkimukseen tarvittavat tiedot saatiin yhteensä 638 yrityksestä. Hallituksen monimuotoisuus määriteltiin naisten, afroamerikkalaisten, aasialaisten ja latinalaisamerikkalaisten

prosentuaalisella osuudella kaikista hallituksen jäsenistä. Yrityksen arvoa mitataan Tobinin q :lla. Tutkimusmenetelmänä käytettiin regressioanalyysia ja keskiarvojen vertailua. Naisten ja etnisten vähemmistön osuus hallituksissa oli Amerikassa julkisuudessa vahvasti esillä ja myös monet viralliset tahot, kuten isot institutionaaliset sijoittajat, lisäsivät yrityksille paineita lisätä hallituksen monimuotoisuutta. Tulokset osoittivat merkittävää positiivista yhteyttä naisten osuudella hallituksessa ja yrityksen parantuneella suorituskyvyllä. He huomasivat myös yhteyden yrityksen ja hallituksen koon sekä naisten osuudella hallituksessa. Mitä suurempi yritys, sitä paremmin naiset ovat edustettuna. Vastaavasti pienemmissä yrityksissä naisten osuus vähenee, kun yrityksessä työskentelevien osuus hallituksessa kasvaa.

Erhardt ym. (2003) tutkivat niin ikään hallituksen monimuotoisuutta ja yrityksen taloudellista suorituskykyä. Tutkimuksessa oletettiin hallituksen monimuotoisuuden vaikuttavan positiivisesti yrityksen suorituskykyyn. Tutkimuksessa tarkasteltiin naisten prosentuaalista osuutta kaikista hallituksen jäsenistä. Tunnuslukuina käytettiin kokonaispääoman tuottoastetta ja sijoitetun pääoman tuottoastetta. Aineistossa oli 127 isoa amerikkalaista yritystä ja tarkastelussa vuodet 1993 ja 1998. Tutkimusmenetelmänä käytettiin regressioanalyysia. Tutkimuksen tulokset esittävät hallituksen monimuotoisuuden olevan positiivisessa yhteydessä molempiin sekä kokonaispääomantuottoon että sijoitetun pääoman tuottoon. Hallituksen monimuotoisuudella todettiin näin olevan vaikutusta organisaation suorituskykyyn, joka on yhteneväinen Carter ym. (2003) tutkimusten tulosten kanssa. Tutkimus tukee lisäksi näkemystä, että hallituksen monimuotoisuudella voi olla tärkeä vaikutus myös työvoiman monimuotoisuuteen. Tutkimuksen johtopäätöksenä todetaan tulosten viittaavan teoreettisesti siihen, että monimuotoisuus voi liittyä hallituksen valvonnan roolin tehokkuuteen sekä laajempiin näkemyksiin mahdollisen konfliktitilanteen sattuessa. Kontrollitoimintoa voitaisiin pitää myös yhtenä agenttiongelman minimoimisen työvälineistä. Tutkimuksen mukaan Burke (2000) väittää, ettei lahjakkaita miehiä olisi riittävästi saatavilla hallitustehtäviin, jonka vuoksi tutkimuksessa kehoitetaan yritysten laajentamaan etsintöjään perinteisistä talent pooleista.

Krishnan & Park (2004) tutkimuskysymyksenä esitettiin, miten naisten edustus johtoryhmässä vaikuttaa organisaation suorituskykyyn amerikkalaisissa Fortune 1000- yrityksissä. Havaintoaineistossa oli yhteensä 679 yritystä vuodelta 1998. Tutkimuksessa mitattiin naisten osuutta yrityksen johtoryhmästä. Suorituskykyä mitattiin kokonaispääoman tuottoasteella. Tutkimusmenetelmänä käytettiin regressioanalyysia. Alkuoletuksena oletettiin johtoryhmän olevan kriittinen tekijä yrityksen menestymiselle sekä johtoryhmän monimuotoisuuden ja yrityksen suorituskyvyn suhteen olevan positiivinen. Tulokset

osoittivat positiivisen yhteyden johtoryhmän naisten osuudella ja organisaation suorituskyvyn välillä. Johtopäätöksenä organisaation sanottiin hyötyvän naisjohtajista. Tutkimuksessa väitettiin naisten johtamistyylin sekä vahvojen henkilökohtaisten suhteiden mahdollistavan naisten rikastuttavan päätöksentekoprosessia ja näin myös organisaation suorituskkyä. Naisjohtajien todettiin olevan tyypillisesti keski-ikältään muutaman vuoden nuorempia kuin mieskollegansa. Lisäksi naisten johtajuuksien esitettiin rajautuneen tiettyihin toimialoihin, jonka vuoksi lukuisia toimialoja oli vielä ilman naisten edustusta johtoportaan.

Huse & Solberg (2006) tutkivat yhteensä kahdeksan ruotsalaisen ja norjalaisen naisjohtajan kokemuksia yhteensä yli 100 yrityksen hallituksesta. Tutkimuksen tavoitteena oli tutkia sukupuoleen liittyvää hallituksen dynamiikkaa, joka vaikuttaa siihen, miten naiset antavat ja voivat antaa panoksensa hallitustyöskentelyyn. Tavoitteena oli lisäksi tutkia, mitä tapahtuu, kun hallitukseen liittyy naisjäsen. Tutkimuksessa käytettiin kerrontamenetelmiä. Havaintoaineisto, joka koostui 339 kertomuksesta, kerättiin haastatteluilla, joissa haastattelija ja haastateltava oppivat tuntemaan toisensa. Jatkohaastattelut olivat syvällisiä haastatteluja, jotka kestivät keskimäärin kolme tuntia. Haastatteluissa naisjohtajat kertoivat kokemuksiaan hallitustyöskentelystä. Tutkimuksen tuloksena todettiin, että niin naisten kuin miestenkin tulisi ymmärtää hallituksen sisällä sekä ulkopuolella käytävä valtataistelu. Tutkimuksen mukaan hallitusjäsenien vaikutus riippuu kyvystä ja halusta liittyä ja verkostoitua vaikutusvaltaisempien toimijoiden kanssa, läsnäolosta tärkeimmissä päätöksentekotilaisuuksissa, valmisteluun käytetystä ajasta, johtajaroolin ottamisesta sekä olemalla esillä. Liittoutumista vaikutusvaltaisempien hallitusjäsenien kanssa pidettiin työvälineenä vaikuttaa hallituksen päätöksiin. Vaikka liittoumat ovat keskeinen osa hallituksen toimintaa, on lähtökohta kaikelle kuitenkin ymmärtää hallituksen dynamiikka sukupuolen näkökulmasta. Toinen tärkeimmistä huomioista, joka nousi esille tutkimuksessa käydyistä haastatteluista, liittyi valmistautumiseen hallituksen kokouksiin. Kaikissa haastatteluissa tuli ilmi, että suurimmalla osalla miesjäsenistä ei ole tarpeeksi aikaa valmistautua kunnolla hallituksen kokouksiin. Monet haastatellut naisjohtajat olivat todenneet miesten perehtyvän kokouksen asiakirjoihin vasta hississä matkalla kokoukseen tai jopa vasta kokouksen aikana. Miesten kerrottiin olevan kiireisiä johtuen useista eri hallitusjäsenyyksistä ja operatiivisista velvoitteista. Heikosti valmistautuneet hallituksen jäsenet olivat usein hyvämaineisia miespuolisia yritysjohtajia, jotka olivat nimitettynä useampiin hallituksiin. Haastateltujen naisjohtajien mukaan, naisten tulisi valmistautua huolella hallituksen kokouksiin vaikuttaakseen päätöksentekoon ja parantaakseen asemaansa. Huolellinen valmistautuminen lisää tutkimuksen mukaan kokousten laatua ja tehokkuutta sekä antaa valmiuksia itsenäiseen päätöksentekoon. Valmistautumisen puute

kuluttaa kaikkien kallisarvoista aikaa hallituksen kokouksissa, lisää riippuvuutta toisista sekä tukee johtavaa asemaa. Tutkimuksen tuloksena kerrottiin lisäksi, että naisten läsnäolo hallituksessa muutti ilmapiirin rennommaksi. Johtopäätöksenä tutkimuksessa todettiin, että huolellinen valmistautuminen antaa naisille mahdollisuuksia, huolimatta siitä, että heidät olisi valittu hallitukseen alun perin vain symboleina. Naisten läsnäolon kerrottiin parantavan hallituksen käyttäytymistä ja tehokkuutta, sillä myös miesten täytyi alkaa valmistautua kokouksiin paremmin.

Smith, Smith ja Verner (2006) tutkivat tanskalaisella aineistolla naisten ylimmän johdon aseman vaikutusta yrityksen suorituskykyyn. Tutkimusongelmana oli selvittää vaikuttaako naisjohtajat ja naisten hallitusjäsenyydet merkittävästi yrityksen suorituskykyyn. Aineisto koostui 2500 yrityksestä aikaväliltä 1993–2001. Tutkimusmenetelmä käytettiin pienimmän neliösumman menetelmää (OLS). Tutkimuksessa mitattiin suorituskykyä neljällä eri mittaria, jotka olivat: liikevoittoprosentti, katetuottoprosentti, liikevoitto / nettovarallisuus, nettotulos / nettovarallisuus. Johdon monimuotoisuus määriteltiin naisten osuutena toimitusjohtajista ja hallituksen jäsenistä. Tutkimuksen alkuoletuksena oli, että hallituksen monimuotoisuus voi olla positiivisesti yhteydessä yrityksen suorituskykyyn. Tutkimuksessa löydettiin positiivinen yhteys naisten johtoasemien ja yrityksen suorituskyvyn välillä. Positiivisen vaikutuksen huomattiin riippuvan vahvasti naisjohtajan pätevyydestä, jolla tarkoitettiin johtajien osalta yliopistokoulutusta. Vastaavasti hallitusten jäsenten kohdalla, henkilöstöä edustavilla naisjäsenillä todettiin olevan suurin positiivinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn. Tutkimuksessa testattiin myös kausaliteetin suunta, jotta varmistettiin positiivisen suhteen johtuvan naisten vaikutuksesta yrityksen suorituskykyyn eikä paremmin menestyvien yritysten palkkaavan todennäköisemmin naisia. Tutkimuksen johtopäätöksinä esitettiin, että olisi tärkeää houkutella ja rekrytoida naisia korkeampiin asemiin yrityksissä ja näin lisätä potentiaalisten naisehdokkaiden määrää yrityksen johtotehtäviin.

Campbellin ja Mínguez-Vera (2008) tutkimuksen aiheena oli hallituksen monimuotoisuus ja yrityksen taloudellinen suorituskyky. Tutkimuksen tavoitteena oli tutkia naisten läsnäoloa hallituksessa ja sen vaikutusta yrityksen suorituskykyyn. Tutkimuksessa käytettiin naisten prosentuaalista osuutta hallituksesta ja tunnuslukuna oli Tobinin q. Tutkimus tehtiin espanjalaisella aineistolla koskien yhteensä 68 yritystä, 408 havaintoa ja vuosia 1995–2000. Tutkimusmenetelmänä käytettiin 2SLS regressioanalyysia. Alkuoletuksena tutkimuksessa oli, että naisten läsnäolo yrityksen hallituksessa voi lisätä osakkeenomistajan arvoa, jos nainen tuo uutta näkökulmaa päätöksentekoon. Tutkimuksessa ko-

rostettiin lisäksi hallituksen tärkeää valvontaroolia ja naisten vaikutusta valvonnan laatuun ja tätä kautta myös yrityksen suorituskykyyn. Valvonnan tehokkuuteen vaikuttaa monta muutakin seikkaa, kuten pätevyys ja kokemus hallitustyöskentelystä, useampaan johtotehtävään osallistuminen, osakkeiden omistus ja palkkausjärjestelmä. Vastaavasti naisen vaikutus voi myös olla negatiivinen, mikäli hallitukseen nimittäminen tehdään vain sosiaalisesta paineesta tasa-arvon kasvattamiseksi. Tutkimuksen mukaan naisten osuus Espanjassa vastuullisissa tehtävissä liike-elämässä on ollut minimaalinen kautta historian. Yhtäläisiä mahdollisuuksia on kuitenkin pyritty parantamaan lainsäädännöllä. Tutkimuksen tuloksena oli, ettei naisten läsnäololla hallituksessa sinänsä ole vaikutusta yrityksen arvoon, kun mittarina oli Tobinin q. Sen sijaan hallituksen monimuotoisuudella, mitattuna naisten prosentuaalisella osuudella hallituksesta, on positiivinen vaikutus yrityksen arvoon. Myös kausaliteetin suunta varmistettiin ja tutkimuksessa havaittiin, ettei yrityksen arvo vaikuta naisten ja miesten suhteelliseen määrään hallituksessa vaan suurempi monimuotoisuus hallituksessa voi synnyttää taloudellisia hyötyjä. Tutkimuksen johtopäätöksenä esitettiin, että tärkeintä olisi keskittyä naisten ja miesten tasapainoon hallituksessa kuin vain yksinkertaisesti naisten läsnäoloon. Johtopäätöksissä esitettiin myös, että sijoittajat voisivat arvostaa naisjohtajien osallistumista hallitukseen Espanjassa.

Hillman ym. (2007) tutkivat, mitkä yritysten ominaisuudet vaikuttavat naisten edustukseen yrityksen hallituksessa. Aineistona oli 1 000 liikevaihdoltaan suurinta amerikkalaista yritystä, joita tarkasteltiin vuosilta 1990–2003. Tutkimusmenetelmänä käytettiin logistista regressioanalyysia. Naisten edustus hallituksessa mitattiin koodilla 1, jos naisia oli yksi tai enemmän ja koodilla 0, jos naisia ei ollut. Yritysten tutkittavia ominaisuuksia olivat organisaation koko, toimiala, monimuotoisuusstrategia sekä verkoston vaikutus. Suorituskyvyn mittarit kokonaisriski, Tobinin q, velkaantumisaste, ROA, osakkeen tuotto ja markkina-arvopainotettu tuotto olivat kontrollimuuttujia. Tutkimuksen tuloksena havaittiin organisaation koon, toimialan, yrityksen monimuotoisuusstrategian sekä verkoston (linkit toisiin monimuotoisiin hallituksiin) vaikuttavan merkittävästi naisten edustukseen yrityksen hallituksessa. Johtopäätöksenä todettiin, että toimialat, joissa naisten osuus on suuri työvoimasta, on myös isompi naisedustus hallituksessa. Niin ikään yrityksillä, joiden toimialoilla on enemmän naispuolisia työntekijöitä, on todennäköisemmin naispuolisia hallitusjäseniä. Naisten hallitusjäsenyydellä ja yrityksen yhteydellä toisiin naispuolisia hallitusjäseniä käsittäviin yrityksiin on merkittävä yhteys. Tämä viittaisi siihen, että kasvattamalla suhteita yrityksiin, joissa on naisia hallituksen jäsenenä, lisää yrityksen todennäköisyyttä saada naishallitusjäsen.

Randøy ym. (2006) tutkivat hallituksen monimuotoisuutta ja sen vaikutusta yrityksen suorituskyykyyn vuodelta 2005. Aineisto käsitti yhteensä 459 suurinta yritystä Tanskasta, Ruotsista ja Norjasta. Tutkimusmenetelmänä käytettiin regressioanalyysia. Mittareina käytettiin kokonaispääoman tuottoastetta, P/B-lukua ja naisten prosentuaalista määrää kaikista hallituksen jäsenistä. Tutkimuksen tuloksena esitettiin, ettei naisten hallitusjäsenyydellä ole merkittävää vaikutusta P/B-lukuun eikä kokonaispääoman tuottoasteeseen. Tutkimustulos on näin ollen yhteneväinen Carterin ym. (2003) tutkimustuloksen kanssa. Tutkimuksen johtopäätöksenä esitettiin, että lähinnä yrityksen koko ja toimiala vaikuttavat hallituksen monimuotoisuuteen. Suuremman hallituksen monimuotoisuuden ei havaittu myöskään vaikuttavan negatiivisesti yrityksen suorituskyykyyn. Johtopäätöksenä todettiin myös naiskiintiöihin viitaten, että naisten määrää hallituksissa voitaisiin näin ollen kasvattaa ilman huolta siitä, että osakkeen arvo heikkenisi. Mikäli hallituksen koko kasvaa, voi seuraukset kuitenkin olla osakkeen arvoa tuhoavat.

Rose (2007) tutki tanskalaisella aineistolla naisten hallitusjäsenyyden vaikutusta yrityksen suorituskyykyyn vuosilta 1998–2001. Tutkimuksessa olivat mukana kaikki tanskalaiset pörssiyritykset, lukuun ottamatta pankkeja, vakuutusyhtiöitä, jalkapalloseuroja sekä kuutta yritystä, joista ei ollut saatavilla kaikkea tarvittavaa tietoa. Suorituskyykyyn mittarina käytettiin Tobinin q:ta. Tutkimuksessa huomioitiin, oliko naisia hallituksessa vai ei, ei prosentuaalista määrää, kuten Carterin ym. (2003) tutkimuksessa. Tutkimusmenetelmänä oli regressioanalyysi. Tutkimuksessa alkuoletuksena oli, että naisten korkeampi määrä hallituksessa vaikuttaa positiivisesti yrityksen suorituskyykyyn. Tutkimuksen tuloksena ei havaittu yhteyttä naisten hallitusjäsenyyden ja yrityksen suorituskyykyyn välillä. Tutkimuksessa ei myöskään havaittu yhteyttä hallitusjäsenen koulutuksella ja yrityksen suorituskyykyllä. Tutkimuksessa tuotiin esille pitäisikö yrityksen hallituksen heijastaa osakkeenomistajia vai olla enemmän linjassa yhteiskunnan kanssa yleisesti. Jälkimmäinen on viittaus yleiseen keskusteluun siitä, pitäisikö naisten määrää hallituksissa kasvattaa lainsäädännön avulla asettamalla kiintiöt. Naiskiintiöiden asettaminen sotii kuitenkin liike-elämän muuten markkinapohjaista itsesäätelevää toimintaa vastaan.

Adams & Ferreira (2009) tutki amerikkalaisella aineistolla naisten hallitusjäsenyyden vaikutusta yrityksen hallintotapaan ja suorituskyykyyn. Aineisto koostuu yhteensä 1939 yhdysvaltalaisesta (Fortune 500, S&P 400 ja S&P 600) yrityksestä ja tarkasteluvuosina olivat 1996–2003. Suorituskyykyyn mittareina käytettiin Tobinin q:ta sekä kokonaispääoman tuottoastetta. Tutkimusmenetelmänä käytettiin regressioanalyysia. Tutkimuksen tuloksena havaittiin, että naiset ovat aktiivisemmin läsnä hallituksen kokouksissa kuin

mieskollegansa ja miehillä poissaolot vähenevät hallituksen monimuotoisuuden kasvaessa. Läsnaolon vaikutusta tutkittiin vielä tarkemmin pelkästään uusien, hiljattain nimettyjen naisjäsenten osalta. Tällä saatiin vahvistus, ettei kyse ole vain uusien hallitusjäsenien aktiivisuudesta vaan todellakin sukupuoliriippuvainen käytös. Tuloksena havaittiin myös, että naiset osallistuvat todennäköisemmin valvontavaliokuntaan, kuten tilintarkastus, nimitys- tai hallinnointivaliokuntaan. Näin ollen monimuotoiset hallitukset panostavat enemmän valvontaan. Tällä voi kuitenkin olla lähtötasosta riippuen negatiivinen vaikutus, sillä hallituksen liiallinen valvonta laskee osakkeenomistajien arvoa. Tutkimuksen tuloksena ei havaittu yhteyttä naisten hallitusjäsenyyden ja yrityksen suorituskyvyn välillä. Tutkimustulos on yhteneväinen Rosen (2007) tutkimustuloksen kanssa, jossa ei myöskään löydetty vaikutusta naisten hallitusjäsenyyden ja yrityksen suorituskyvyn väliltä. Molemmissa tutkimuksissa suorituskyvyn mittareina käytettiin Tobinin q:ta. Tutkimuksen johtopäätöksenä esitettiin, että heikosti johdetuissa yrityksissä hallituksen monimuotoisuuden vaikutus suorituskykyyn olisi positiivinen, mutta pakolliset hallituskiintiöt voivat vähentää yrityksen arvoa hyvin johdetuissa yrityksissä.

Peni (2012) tutki toimitusjohtajan ja hallituksen jäsenten ominaisuuksien yhteyttä yrityksen suorituskykyyn. Aineistona oli S&P 500 yritykset, yhteensä 305 yritystä. Tarkasteluvuosina olivat 2006–2010. Tunnuslukuina käytettiin Tobinin q ja kokonaispääoman tuottoastetta. Naisten läsnäoloa tarkasteltiin dummy-muuttujana, joka sai arvon 1 mikäli toimitusjohtajana tai hallituksen jäsenenä oli nainen ja molemmissa arvon 0, mikäli asemassa ei ollut naista. Tutkimusmenetelmänä käytettiin regressioanalyysia. Alkuoletuksena oli, että toimitusjohtajan ja hallitusjäsenen sukupuolella, iällä, kokemuksella, koulutuksella sekä kiireellisyydellä eli useamman hallitusjäsenyyden yhtäaikaisella hoitamisella voi olla vaikutusta yrityksen suorituskykyyn. Tutkimuksen tulokset osoittivat positiivista yhteyttä naisten läsnäololla joko toimitusjohtajan tai hallituksen jäsenen roolissa sekä yrityksen suorituskyvyllä. Tuloksena havaittiin myös, että johtajien useampi yhtäaikainen hallitusjäsenyys vaikutti päätöksentekoon, kykyyn suoriutua työstään ja tätä kautta myös tunnuslukuihin negatiivisesti. Vastaavasti, jos sama henkilö hoiti sekä toimitusjohtajan tehtävää että kuului hallitukseen, vaikutus Tobinin q:n ja kokonaispääoman tuottoasteeseen oli positiivinen. Tutkimuksen johtopäätöksenä esitettiin, että toimitusjohtajan ja hallituksen jäsenten ominaisuuksilla olisi vaikutusta yrityksen suorituskykyyn. Erityisesti sukupuolen eroilla ja yrityksen suorituskyvyllä olisi yhteys, joka ilmenee esimerkiksi riskin välttämässä, päätöksenteossa ja liiallisena itsevarmuutena, jota tukee myös psykologian sekä johtamisen kirjallisuus.

Liu ym. (2013) tutkivat hallituksen monimuotoisuuden vaikutusta yrityksen suorituskykyyn kiinalaisissa listatuissa yrityksissä. Tutkimuskysymyksenä esitetään, parantaako naisjohtajat yrityksen suorituskykyä Kiinassa. Tarkasteluajankohtana olivat vuodet 1999-2011. Havaintoaineisto käsitti yli 2000 yritystä. Suorituskyvyn mittareina käytettiin nettovoittoa suhteutettuna myynnin määrään (ROS, return on sales) ja kokonaispääoman tuottoastetta. Naisten määrää mitattiin sekä prosentuaalisena osuutena kaikista hallituksen jäsenistä että dummy-muuttujana. Tutkimusmenetelmänä oli regressioanalyysi. Tutkimuksen tuloksena havaittiin merkittävä positiivinen yhteys hallituksen monimuotoisuuden ja yrityksen suorituskyvyn väliltä yksityisissä yrityksissä. Valtiojohtoisissa yrityksissä yhteys ei ollut merkittävä. Tutkimuksen tulosten mukaan myös naisten määrä on tärkeä tekijä, sillä yritysten hallitukset, joissa oli kolme tai useampi naisjäsen, oli vahvempi vaikutus suorituskykyyn kuin hallituksissa, joissa naisjäseniä oli vain yksi tai kaksi. Tämä on linjassa kriittisen massa-teorian kanssa, jonka mukaan ”yksi on symbolinen, kaksi on edustavaa ja kolme on äänivaltaa”. Johtopäätöksenä tutkimuksessa esitettiin, että kiinalaisten yritysten, joissa on heikko hallintojärjestelmä, kannattaisi harkita vakavasti naisten lisäämistä hallitukseen.

Pletzer, Nikolova, Kedzior ja Voelpel (2015) tutkivat naisten hallitusjäsenyyden ja yrityksen suorituskyvyn suhdetta. Tutkimus oli meta-analyysi, jonka havaintoaineisto sisälsi dataa 20 aikaisemmasta tutkimuksesta käsittäen yhteensä 3097 yritystä. Havaintoaineistosta 38 % koski kehittyviä markkinoita ja 62 % kehittyneitä markkinoita. Suorituskyvyn mittareina olivat kokonaispääoman tuottoaste, sijoitetun pääoman tuottoaste sekä tobinin q. Naisten määrää mitattiin naisten prosentuaalisena osuutena kaikista hallituksen jäsenistä. Tutkimuksen alkuoletuksena oli, että naisten edustus hallituksessa vaikuttaa joko positiivisesti tai negatiivisesti yrityksen suorituskykyyn, mutta yhteyden merkitys on todennäköisesti pieni. Tutkimuksen tuloksena oli positiivinen, mutta kuitenkin tilastollisesti merkityksetön yhteys naisten hallitusjäsenyyden ja suorituskyvyn välillä. Myöskään suuremmalla naisten prosentuaalisella osuudella ei havaittu vaikutusta tulokseen. Tutkimuksen johtopäätöksenä esitettiin, että huolimatta siitä, ettei tutkimuksen tulokset tuke-neet monimuotoisuutta yrityksen suorituskyvyn parantamisen näkökulmasta, olisi kahden tasavertaisen hakijan ollessa kyseessä toivottavaa priorisoida ja suoda ylennys naispuoliselle ehdokkaalle, joka tukee monimuotoisuuden eettistä puolta asiassa.

Post ja Byron (2015) tutkivat naisten hallitusjäsenyyttä ja sen vaikutusta yrityksen suorituskykyyn. Tutkimus toteutettiin meta-analyysinä, joka käsitti 140 tutkimusta. Suorituskyvyn mittareina käytettiin kokonaispääoman tuottoastetta, oman pääoman tuottoastetta, sijoitetun pääoman tuottoastetta (ROIC, return on invested capital), P/B-lukua, Tobinin

q:ta ja osinkotuottoa. Naisten määrää mitattiin naisten prosentuaalisella osuudella hallituksessa, naisten lukumäärällä tai sukupuolen monimuotoisuuden mittareilla, kuten Blau indeksillä. Alkueletuksena oli, että naisten hallitusjäsenyys on positiivisesti yhteydessä kirjanpidon tuottoihin ja markkinoiden suorituskykyyn sekä, että yrityksen sijaintimaan sijoittajan suojan ja tasa-arvon tasot hillitsevät naisten hallitusjäsenyyden ja kirjanpidon tuottojen välistä vaikutusta. Tutkimuksen tuloksena havaittiin naisten edustuksen hallituksessa olevan positiivisesti yhteydessä kirjanpidon tuottoihin, mutta ei välttämättä parempaan markkinoiden suorituskykyyn. Tutkimuksessa havaittiin suhteen olevan positiivisempi maissa, missä sijoittajilla oli vahvempi suoja. Sijoittajansuoja motivoi hallitusta käyttämään erilaista tietämystä ja kokemusta sekä kunkin jäsenen mukanaan tuomaa arvoa. Tutkimuksen mukaan yrityksissä, joissa on useampi naisjohtaja, on parempi toimivuus markkinoilla tasa-arvoisissa maissa. Tutkimuksessa havaittiin yhteys naisjohtajien lisääntyneen määrän ja keskeisten hallituksen tehtävien, valvonnan ja strategiaan osallistumisen, välillä niin ikään paremman sijoittajansuojan maissa. Tutkimuksen tulokset ovat linjassa Pletzer ym. (2015) tutkimuksen tuloksiin, jossa havaittiin pieni, mutta tilastollisesti merkityksellinen vaikutus naisten hallitusjäsenyyden ja yrityksen suorituskyvyn välillä kokonaispääoman tuottoasteella mitattuna. Naisten kasvaneella osuudella ei sitä vastoin havaittu Pletzerin ym. (2015) tutkimuksessa olevan vaikutusta. Tutkimuksen johtopäätöksenä todettiin, ettei hallituksen monimuotoisuus ole vain kokonaan haitallinen eikä kokonaan hyödyllinen yrityksen suorituskyvylle. Sitä vastoin, hallituksen monimuotoisuus tukee työskentelyä liittyen hallituksen tärkeimpiin vastuualueisiin.

Tutkimusten tulokset naisten läsnäolosta hallituksessa ja sen vaikutuksesta yrityksen suorituskykyyn olivat ristiriitaisia. Kokonaispääoman tuottoaste ja Tobinin q olivat yleisimmin käytettyjä suorituskyvyn mittareita ja naismuuttuja mitattiin useimmiten naisten prosentuaalisella osuudella kaikista hallituksen jäsenistä. Naisten läsnäololla hallituksessa havaittiin olevan yrityksen suorituskykyä parantava vaikutus (mm. Carter ym. 2003; Peni 2012; Liu ym. 2013). Tutkimuksissa saatiin lisäksi selville, että naisten läsnäolo vaikuttaa hallituksen toimintaan eri tavoin. Naisten johtamistyylin esitettiin parantavan hallituksen työskentelyä, synnyttää rennompaa ilmapiiriä ja avoimempaa keskustelua sekä tehostavan hallituksen valvonnan roolia. (Erhardt ym. 2003; Krishnan & Park 2004; Huse & Solberg 2006.) Valvonnalla voi kuitenkin lähtötasosta riippuen olla myös negatiivinen vaikutus, sillä liiallinen valvonta laskee osakkeenomistajien arvoa (Adams & Ferreira 2009). Lisäksi naisiin yhdistettiin aktiivinen johtaminen, joka ilmeni esimerkiksi vähempinä poissaoloina hallituksen kokouksista miesjäseniin verrattuna. Miehillä poissaolot vähensivät hallituksen monimuotoisuuden kasvaessa. (Adams & Ferreira 2009.) Muutoinkin

naisjäsenten määrällä havaittiin olevan suuri merkitys, sillä naisten vaikutus esitettiin olevan vahvempi suorituskyykyyn nähden, kun naisia oli hallituksessa kolme tai enemmän (Liu ym. 2013). Tutkimuksen tuloksena (Carter ym. 2003) saatiin selville, että naiset ovat paremmin edustettuina suuremmissa yrityksissä. Myös yrityksen toimialalla ja hallituksen monimuotoisuudella havaittiin olevan yhteys (Randøy ym. 2006). Toisaalta osa tuloksista ei havainnut lainkaan tai merkittävää vaikutusta naisten hallitustyöskentelyyn osallistumisen ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen väliltä (Randøy ym. 2006; Rose 2007). Hallituksen monimuotoisuuden ei esitetty vaikuttavan myöskään negatiivisesti yrityksen suorituskyykyyn, joten naisten määrää hallituksissa voitaisiin näin ollen kasvattaa ilman huolta osakkeen arvon heikkenemisestä (Randøy ym. 2006). Boeker ja Goodstein (1991) saamien tulosten mukaan organisaation suorituskyykyyn heikentyessä koettiin tarvetta tehdä muutoksia yrityksen hallituksessa, jotta kokoonpano vastaisi muuttunutta toimintaympäristöä. Kokoonpanon muuttamista pidettiin näin ollen selviytymiskeinona toimintaympäristön muutoksilta ja epävarmuuksilta (Boeker & Goodstein 1991).

4.2. Hypoteesi

Tämän työn tutkimusongelmana on selvittää, menestyvätkö sellaiset yritykset paremmin, joissa on naisia hallituksen jäsenenä. Naisten hallitusjäsenyyttä ja yrityksen suorituskyykyä käsittelevien tutkimusten tulokset ovat olleet ristiriitaisia. Edellä olevassa kappaleessa kuvatuissa aiemmissa tutkimuksissa (mm. Carter ym. 2003; Erhardt ym. 2003; Krishnan & Park 2004; Smith ym. 2006; Peni 2012; Liu ym. 2013) havaittiin naisten hallitusjäsenyyden olevan positiivisesti yhteydessä yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn. Naisten määrän havaittiin olevan merkittävä tekijä, sillä hallitukset, joissa naisjäseniä oli kolmen tai useampi, vaikutus suorituskyykyyn oli vahvempi kuin, jos naisjäseniä oli vain yksi tai kaksi (Liu ym. 2013). Toisaalta yksistään naisten lisääminen hallitukseen ei välttämättä selitä kaikkia positiivisia vaikutuksia. Aiemmat tutkimukset (mm. Erhardt ym. 2003; Krishnan & Park 2004; Campbell & Mínguez-Vera 2008) esittävät naisten läsnäolon vaikuttavan hallituksen toimintaan lisäämällä valvonnan roolin tehokkuutta sekä naisten johtamistyylin rikastuttavan päätöksentekoprosessia. Adams ja Ferreira (2009) tutkimuksen tuloksena ei havaittu yhteyttä naisten hallitusjäsenyyden ja suorituskyykyyn välillä, mutta tutkimuksessa saatiin selville, että naiset ovat aktiivisemmin läsnä hallituksen kokouksissa ja näin ollen ovat myös sitoutuneempia yrityksen toimintaan.

Toisaalta tutkimuksissa (mm. Randøy ym. 2006; Rose 2007; Adams & Ferreira 2009; Pletzer ym. 2015) tultiin myös vastakkaisiin tuloksiin, sillä yhteyttä naisten hallitusjäsenyydellä ja yrityksen suorituskyvyllä ei havaittu lainkaan tai se oli tilastollisesti merkitsetön. Huolimatta siitä, etteivät tutkimusten (mm. Randøy ym. 2006; Pletzer ym. 2015) tulokset tukeneet monimuotoisuutta yrityksen taloudellisen suoriutumisen näkökulmasta, ei niissä havaittu myöskään negatiivista vaikutusta. Tämä tarkoittaa, että naisten määrää hallituksissa voitaisiin kasvattaa ilman huolta osakkeen arvon heikkenemisestä, mikäli maan hallitus päättäisi asettaa naiskiintiöt yritysten hallituksille (Randøy ym. 2006). Tutkimuksissa kaksi suorituskyvyn mittaria olivat selvästi yleisimpiä muihin verrattuna, ja ne olivat kokonaispääoman tuottoaste ja Tobinin q.

Tutkitun teorian ja edellä esitettyjen empiiristen tutkimustulosten perusteella muodostetaan tutkimuksen hypoteesi:

H₁: Naisten hallitusjäsenyydellä on positiivinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn.

Vastahypoteesina on, ettei naisten hallitusjäsenyydellä ja yrityksen suorituskyvyllä ole mitään yhteyttä. Hypoteesia testataan kolmella eri taloudellisen suorituskyvyn mittarilla, jotka ovat aiemmassa kannattavuuden kappaleessa esitetyt: ROE, ROA ja Tobinin q.

5. TUTKIMUKSEN AINEISTO JA MENETELMÄT

Tämän luvun alussa perehdytään tutkimuksessa käytettyyn aineistoon, esitellään aineistolle laskettuja kuvaavia tilastollisia tunnuslukuja ja tarkastellaan otoksen normaalijakautuneisuutta. Tämän jälkeen käydään läpi valittu tutkimusmenetelmä eli lineaarinen regressioanalyysi. Luvun lopussa kerrotaan tutkimukseen valituista muuttujista.

5.1. Aineiston kuvaus

Tutkimuksen aineisto kerättiin Thompson Reutersin Datastream –tietokannasta, yritysten kotisivuilla julkisesti saatavilla olevista vuosikertomuksista sekä pörssitiedoista. Tarkastelun kohteena olivat pohjoismaissa eli Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa noteeratut pörssiyhtiöt. Islannin talouskriisissä taantunut pörssi rajattiin tutkimuksen ulkopuolelle. Tarkasteltavina oli kaksi eri ajankohtaa, vuodet 2010 ja 2017. Kaksi ajankohtaa seitsemän vuoden intervallilla valikoitui tutkimusvuosiksi, jotta mahdollinen markkinoiden vaihtelun vaikutus tunnuslukuihin olisi paremmin kontrolloitu. Tällä aikavälillä myös naisten osuudessa hallitusjäsenten määrässä on tapahtunut selvää kehitystä, joka voisi näkyä vaikutuksena yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen. Vuosi 2010 oli Suomen talouden kannalta taantumaa ja vuosi 2017 oli vastaavasti pientä noususuhdannetta, joten yleinen taloudellinen tilanne on ollut melko samankaltainen. Kumpikaan vuosista ei ole ollut erityisen menestyksekkäitä. Tutkimuksen kannalta vuodelta 2017 on käytössä viimeisimmät saatavilla olevat tiedot. Erhardt ym. (2003) tutkimuksessa käytettiin viiden vuoden intervallia, koska aikaväli tarkasteluvuosissa kontrolloi paremmin markkinoiden vaihtelua, osoittaa johdonmukaisempia tuloksia ja strategisen päätöksenteon vaikutuksen huomioiminen organisaation suorituskyvyssä vaatii useamman vuoden.

Otoksesta poistettiin rahoitusalaan kuuluvat yritykset sic-koodeilla 6000-6900 niitä koskevan erityisen lainsäädännön vuoksi. Lisäksi osasta yrityksistä ei ollut saatavilla tietoja toisesta tutkimuksen tarkasteluvuodesta, kuten konkurssiin menneistä, pörssistä poistuneista tai pörssiin uutena tulleista, sekä yritysostojen myötä sulautuneista yrityksistä.

Aineistoon on otettu yritykset, joista löytyvät kaikki tarvittavat tiedot muuttujien muodostamiseksi molemmilta tarkastelun kohteina olevilta vuosilta. Tunnuslukuista oman pääoman tuottoaste (ROE) ja sijoitetun pääoman tuottoaste (ROA) sekä yrityksen kokoa kuvaava tasetieto saatiin valmiina tietokannasta. Tobinin q laskettiin tietokannasta ja pörssistä kerätyillä tiedoilla. Naisten osuudet yhtiöiden hallituksista löydettiin pääosin

valmiina lukuina tietokannasta ja puuttuvilta osin täydennettiin julkisesti saatavilla olevista vuosikertomuksista. Otokseen kertyi kokonaisuudessaan 190 havaintoa.

Taulukossa 1 on tutkimukseen valitut muuttujat ja niiden kuvaukset. Muuttujista on esitelty jo aiemmassa luvussa tarkemmin taloudelliset tunnusluvut, mutta niiden ja muidenkin muuttujien valinta käydään läpi tämän luvun lopussa yksityiskohtaisemmin.

Taulukko 1. Muuttujien lyhenteet ja niiden kuvaukset.

Muuttuja	Kuvaus
BGD	Board Gender Diversity, naisten suhteellinen osuus hallituksissa eli yrityksen hallituksen naisjäsenten määrä jaetaan yrityksen hallituksen kokonaisjäsenmäärällä
ROA	Return On Assets, koko pääoman tuotto prosentti
ROE	Return On Equity, oman pääoman tuotto prosentti
TobQ	Tobinin Q
Yr_koko	Yrityksen koko, muuttuja on laskettu ottamalla luonnollinen logaritmi yrityksen taseen arvosta

5.2. Aineistoa kuvaavat tilastolliset tunnusluvut

Alla olevassa taulukossa 2 havainnollistetaan regressioanalyysissä käytettävien muuttujien tilastollisia tunnuslukuja. Taulukko koostuu viidestä paneelistä, joista ensimmäisessä esitetään tunnusluvut koko aineistosta. Lopuissa neljässä paneelissa tunnusluvut on jaoteltu maittain. Paneelissa b on esillä tunnusluvut suomalaisista pörssiyrityksistä, paneelissa c ruotsalaisista, paneelissa d norjalaisista ja paneelissa e tanskalaisista pörssiyrityksistä. Tilastollisina tunnuslukuina esitetään minimiarvo, alakvartiili, keskiarvo, mediaani, yläkvartiili ja maksimiarvo. Jokaisella muuttujalla on sama havaintojen määrä eli 190 kpl. Pääosin kaikki tiedot muuttujien arvoihin on saatu Thomson Reutersin tietokannasta, mutta muutama puuttunut arvo hallituksen monimuotoisuudesta kerättiin yritysten kotisivuilta saatavilla olevista vuosikertomuksesta.

Taulukon 2 paneeli a havainnollistaa, että aineistossa naisten prosentuaalinen osuus hallituksessa (BGD) on keskiarvoltaan 28,70, joka on lähellä monien maiden 30 %:n tavoittelukemaa. Muuttujan maksimiarvo 63,63 kertoo jonkun yrityksen hallituksessa olevan enemmistö, jopa yli 60 % naisia. Vastaavasti on myös yrityksiä, joiden hallituksessa ei ole yhtään naisjäsentä. Aineisto kuitenkin koostuu kahden eri vuoden 2010 ja 2017 havainnoista, joten hallitusten monimuotoisuuden suuret erot ovat hyvinkin ymmärrettäviä. Lähtökohtaisesti naisjäsenten määrä hallituksissa on pääosin kuitenkin vuosien aikana kasvanut. Esimerkiksi Suomessa naisten määrä pörssiyhtiöiden hallituksissa on vuoden 2008 jälkeen noussut 12 prosentista nykyiseen 2018 vuoden lukemaan 29 prosenttiin (Keskuskauppakamari 2018). Verrattaessa maita keskenään voidaan huomata, että norjalaisessa aineistossa naisten määrä on kaikista tasaisin. Tämän voidaan ajatella johtuvan Norjassa käytössä olevista naiskiintiöistä yrityksen hallitukselle. Tanskalaisessa aineistossa naisten määrä on vastaavasti alhaisempi muihin maihin verrattuna.

Taulukosta 2 nähdään myös, että taloudellisissa tunnusluvuissa vaihtelut ovat hyvin suuria. Pienimmät arvot ovat oman pääoman ja sijoitetun pääoman tuottoprosentteissa reilusti negatiivisia. Ala- ja yläkvartiilit kertovat kuitenkin melko maltillisesta vaihtelusta, joten kyse on muutamista yksittäisistä poikkeavista havainnoista. Tunnuslukujen vaihtelu on maltillisempaa suomalaisessa ja tanskalaisessa aineistossa, joissa ei ole niin suuria ääripäitä mitä etenkin ruotsalaisessa aineistossa on selvästi havaittavissa.

Taulukko 2. Muuttujia kuvailevat tilastolliset tunnusluvut (n=190).

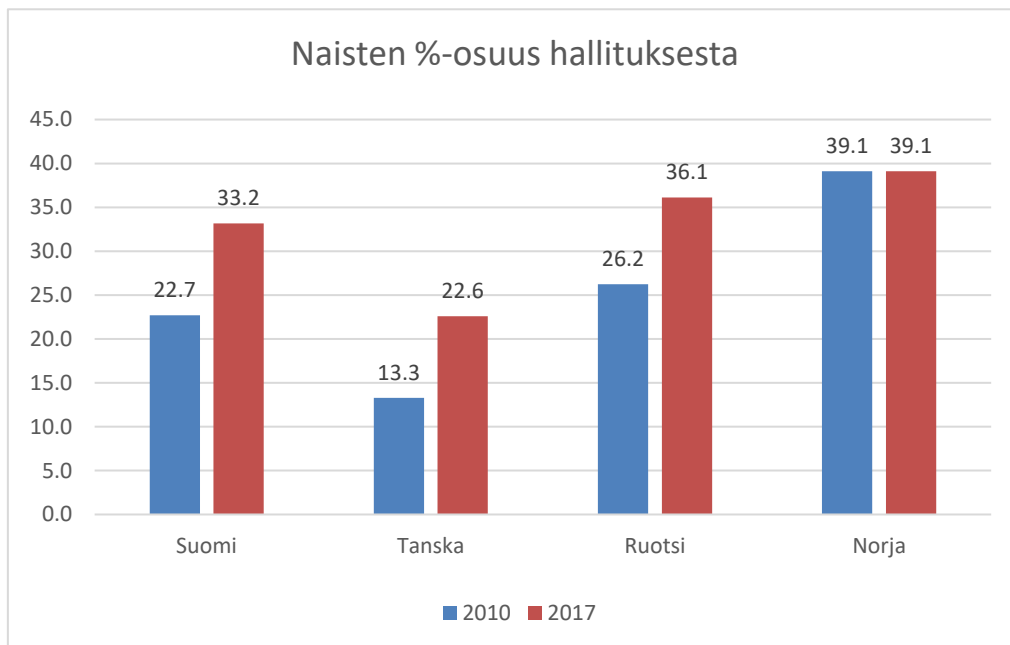
a	Muuttuja	Minimi	25 %	Keskiarvo	Mediaani	75 %	Maksimi
Kaikki maat	BGD	0	20.00	28.70	28.57	37.5	63.63
	ROA	-33.03	4.10	9.28	6.92	12.75	128.42
	ROE	-96.47	7.37	17.88	15.86	23.99	258.12
	TobQ	0.21	1.31	2.92	1.74	2.75	45.55
	Yr_koko	4.3	6.40	6.97	7.06	7.55	8.6
b Suomi	BGD	0	16.67	27.93	28.57	33.33	57.14
	ROA	-6.98	4.20	7.61	6.73	10.33	25.44
	ROE	-25.52	8.64	14.67	13.50	20.57	49.58
	TobQ	0.75	1.36	2.20	1.76	2.63	8.87
	Yr_koko	4.3	5.98	6.31	6.31	6.75	8.6
c Ruotsi	BGD	6.67	22.22	31.18	29.29	41.6	63.63
	ROA	-33.03	4.89	9.21	6.73	11.82	128.42
	ROE	-96.47	10.12	19.52	17.67	23.56	258.12
	TobQ	0.55	1.40	2.29	1.70	2.32	11.99
	Yr_koko	6.42	7.42	7.57	7.58	7.92	8.43
d Norja	BGD	16.67	33.33	39.11	40.00	46.43	62.5
	ROA	-24.07	3.03	7.80	5.04	14.59	43.87
	ROE	-81.15	4.42	11.83	9.04	23.15	76.5
	TobQ	0.21	1.00	2.01	1.56	2.38	8.68
	Yr_koko	5.73	6.35	6.85	6.83	7.22	8.21
e Tanska	BGD	0	10.00	17.93	17.43	25.84	36.36
	ROA	-13.66	2.83	13.04	10.51	19.28	53.04
	ROE	-27.04	5.75	25.15	21.92	32.86	105.1
	TobQ	0.82	1.36	5.62	2.42	5.8	45.55
	Yr_koko	5.91	6.84	7.17	7.12	7.35	8.59

Yr. koko kuvaa yrityksen kokoa. Muuttuja on laskettu ottamalla luonnollinen logaritmi yrityksen taseen arvosta. Suurin yritys kooltaan on suomalainen Wärtsilä ja toinen hyvin samankokoinen on tanskalainen A.P. Møller – Mærsk. Pienimmät otoksen pörssiyritykset ovat suomalaiset Honkarakenne ja Marimekko.

Eniten naisia hallituksessa on ruotsalaisella Hennes & Mauritzilla, jolla yhdestätoista hallitusjäsenestä naisia on peräti seitsemän. Aineiston puuttuvia hallitusjäsenten tietoja kerätessä ruotsalaisten yritysten kooltaan suuret hallitukset olivat huomiota herättäviä. Monissa yrityksissä hallituksen koko oli melkein kaksinkertainen, yleisimpään kuuteen henkilöön verrattuna. Seitsemän yrityksen hallituksesta ei löydy yhtään naisjäsentä, josta kaksi havaintoa on vuodelta 2017.

Kuvio 1 havainnollistaa naisten prosentuaalisen osuuden muutoksen kehityksen hallitusjäsenyyksissä. Norjassa on ollut käytössä 40 % naiskiintiöt hallituspaikkoihin vuodesta 2003, joka selittää Norjan tasaiset 39,1 prosentin lukemat. Suomessa, Ruotsissa ja Tanskassa on tapahtunut selkeä positiivinen kehitys seitsemän vuoden intervallin aikana. Naisten osuus hallituksista on kasvanut näissä maissa noin kymmenen prosenttiyksikköä. Suomessa naisten osuus on kasvanut 22,7 prosentista 33,2 prosenttiin. Ruotsissa lukemat ovat vain hiukan suuremmat, nousua on tapahtunut 26,2 prosentista 36,1 prosenttiin. Tanskassa lukemat ovat selvästi pienimmät. Kasvua on kuitenkin tapahtunut Tanskassakin 13,3 prosentista 22,6 prosenttiin.

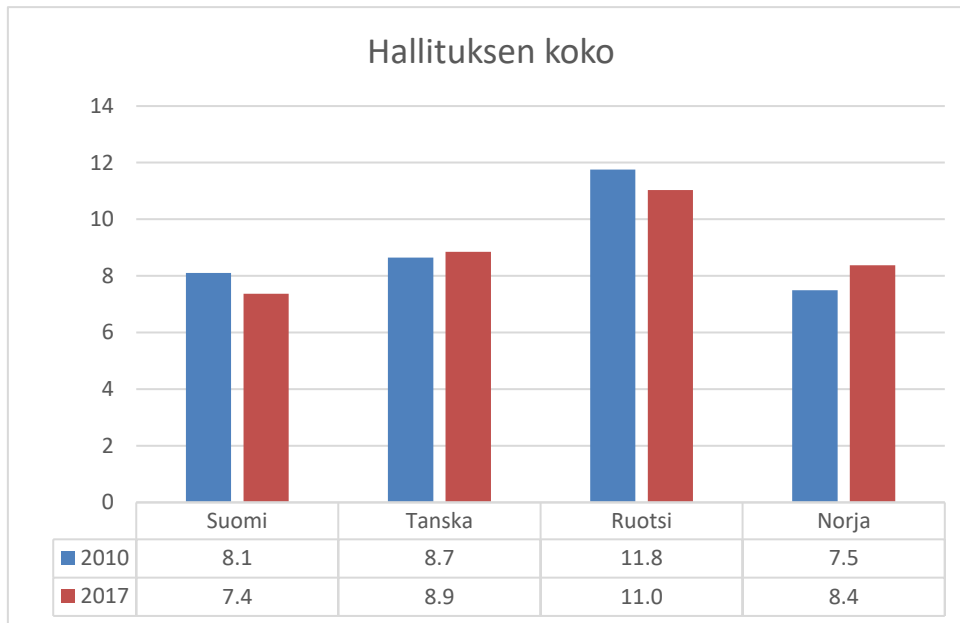
Kuvio 1. Naisten osuuden muutos hallituksessa maittain.



Alla olevassa kuviossa 2 esitetään tutkimuksessa mukana olevien yritysten hallituksen koon muutosta tutkittavilta vuosilta 2010 ja 2017. Hallituksen koko on selkeästi suurempi

Ruotsissa muihin maihin verrattuna, jossa hallituksen koko on noin 11 henkilöä. Muissa maissa hallituksen koko on huomattavasti pienempi, keskimäärin seitsemän tai kahdeksan henkilöä.

Kuvio 2. Hallituksen koon muutos maittain.



5.3. Aineiston normaalijakautuneisuus

Yksi regressioanalyysin perusedellytyksistä on, että havaintoaineiston tulisi olla normaalijakautunut. Aineistossa oli havaintoja yhteensä 190, mutta siitä huolimatta taloudelliset tunnusluvut (ROA, ROE ja Tobinin q) eivät olleet täysin normaalijakauman mukaisia. Aineistossa havaittiin olevan muutamia yksittäisiä selvästi poikkeavia arvoja. ROA ja ROE jakaumat asettuivat silmämääräisesti arvioiden kohtuullisesti normaalijakaumaan, mutta Tobinin q jakauma oli huipukas ja oikealle vino. Aineistoa testattiin vielä Kolmogorov-Smirnovin normaalijakautuneisuustestillä, jonka tulokset esitetään taulukossa 3.

Tuloksista ilmenee, ettei aineisto ole normaalijakautunut. Havaintojen poistaminen pienentäisi otoskokoa merkittävästi, joten poistoista luovuttiin. P-arvot eivät ylitä arvoa 0,05. Näin ollen nollahypoteesi muuttujan normaalijakautuneisuudesta on hylättävä.

Taulukko 3. Kolmogorov-Smirnov-testi aineiston normaalijakautuneisuudesta.

Muuttuja	Tilastollinen	P-arvo
BGD	0.0900	<0.010
ROA	0.1808	<0.010
ROE	0.1742	<0.010
TobQ	0.2945	<0.010
Yr_koko	0.0463	>0.150

5.4. Tutkimusmenetelmä

Tutkimusmenetelmänä käytetään yleisesti tilastollisessa tutkimuksessa käytettävää lineaarista regressioanalyysiä. Regressioanalyysin avulla on mahdollista tutkia yhden tai useamman selittävän muuttujan vaikutusta selitettävään muuttujaan. Regressioanalyysin etu on, että siinä voidaan tutkia yhtä aikaa monen selittävän muuttujan vaikutusta selitettävään muuttujaan. Tulokset kertovat tällöin yksittäisen selittävän muuttujan osuuden, kun muiden selitettävään muuttujaan vaikuttavien tekijöiden vaikutus on huomioitu. (Kvanti-MOTV 2008.) Regressioanalyysin lähtökohtana on, että selittävät muuttujat korreloivat selitettävän muuttujan kanssa, mutta eivät toistensa kanssa eli ei esiinny multikollineaarisuutta (Metsämuuronen 2003: 578). Lisäksi selitettävän muuttujan tulee olla normaali-jakautunut (Heikkilä 2008: 252). Usean selittävän muuttujan lineaarinen regressiomalli voidaan esittää seuraavasti (Metsämuuronen 2003: 582; Heikkilä 2008: 238):

$$(4) \quad Y = A + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_i X_i + \varepsilon, \text{ jossa}$$

Y on selitettävä muuttuja

A on regressiosuoran ja y-akselin leikkauspiste

β_1 - β_i on regressiokerroin, joka ilmaisee, kuinka paljon y muuttuu, kun x kasvaa yhdellä yksiköllä

X_1 - X_i on selittävät muuttujat

ε on virhetermi

5.4.1. Selittävä muuttuja

Tutkimuksen tarkoituksena on selvittää, onko naisten hallitusjäsenyydellä vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn. Näin ollen selittävänä muuttujana toimii naisten suhteellinen osuus hallituksesta. Muuttuja on laskettu aikaisempien tutkimusten (Carter ym. 2003; Campbell & Mínguez-Vera 2008) mukaan jakamalla yrityksen hallituksen naisjäsenten määrä yrityksen hallituksen kokonaisjäsenmäärällä.

5.4.2. Selitettävät muuttujat

Tutkimuksen selitettävänä muuttujana toimii kolme taloudellista suorituskyyvyn mittaria: oman pääoman tuottoaste, koko pääoman tuottoaste ja Tobinin q. Nämä kolme mittaria ja niiden laskeminen on käyty tarkemmin läpi aiemmissa kappaleissa 3.2.1.-3.2.3. Mittareista ROE ja ROA saatiin valmiina tunnuslukuina tietokannasta. Tobinin q laskemista varten velkojen ja taseen kirjanpitoarvo saatiin tietokannasta, tiedot osakekursseista ja osakkeiden lukumäärästä kerättiin manuaalisesti pörssitiedoista Kauppalehden, Nordnetin ja Oslon pörssin sivustoilta.

Suorituskyyvyn mittareiden valintaa perustellaan aikaisempien tutkimusten perusteella. Naisten hallitusjäsenyyden ja koko pääoman tuottoasteen välillä on aikaisemmissa tutkimuksissa (Erhardt ym. 2003; Adams & Ferreira 2009) havaittu olevan positiivinen yhteys. Pletzerin ym. (2015) tutkimuksessa suorituskyyvyn mittareina oli niin ikään koko pääoman tuottoaste ja Tobinin q. Tuloksena havaittiin pieni, mutta tilastollisesti merkityksen yhteys hallituksen monimuotoisuuden ja yrityksen taloudellisen kannattavuuden välillä.

Naisten hallitusjäsenyydellä prosentuaalisella osuudella mitattuna todettiin olevan positiivista vaikutusta yrityksen suorituskyykyyn Tobinin q:lla mitattuna (Carter ym. 2003; Campbell & Mínguez-Vera 2008; Adams & Ferreira 2009). Rose (2007) puolestaan ei havainnut tutkimuksessaan naisten hallitusjäsenyyden vaikuttavan yrityksen suorituskyykyyn Tobinin q:lla mitattuna.

5.4.3. Kontrollimuuttuja

Yrityksen kokoa mitataan taseen loppusummalla, josta on luotu muuttuja ottamalla luvusta luonnollinen logaritmi. Logaritmi parantaa havaintojen jakaumaa ja vähentää poikkeavien arvojen vaikutusta tulokseen.

Aiemmat tulokset (Carter ym. 2003) osoittavat hallituksen monimuotoisuuden olevan yhteydessä yrityksen kokoon. Tähän perustuen voidaan olettaa, että suurten yritysten hallitukset ovat monimuotoisempia kuin pienten yritysten hallitukset. Tämän vuoksi yrityksen koon vaikutus otetaan huomioon kontrollimuuttujana. Campbellin ja Mínguez-Vera (2008) tutkimuksessa yrityksen suorituskykyä mitattiin Tobinin q :lla yrityksen koon ollessa yksi kontrollimuuttuja. Yrityksen koon mittarina oli logaritmoitu taseen loppusumma. Tuloksissa havaittiin, että yrityksen koko vaikuttaa negatiivisesti Tobinin q :hun. Myös Penin (2012) tutkimuksessa yrityksen suorituskykyä mitattiin Tobinin q :lla ja koko pääoman tuottoasteella. Yrityksen koko otettiin huomioon kontrollimuuttujana ja se mitattiin luonnollisella logaritmilla taseen loppusummasta. Tutkimuksessa havaittiin koon vaikuttavan negatiivisesti Tobinin q :n, kun koko pääoman tuottoasteeseen vaikutus oli positiivinen.

6. TUTKIMUKSEN TULOKSET

Luvun alussa tarkastellaan aineiston ja muuttujien välisiä korrelaatioita. Tämän jälkeen käydään läpi tutkimuksen aineiston pohjalta tehdyt lineaariset regressioanalyysit ja käsitellään empiirisen tutkimuksen keskeisimmät tulokset. Tutkimuksen tilastolliset analyysit on tehty SAS Enterprise Guide 7.1 –ohjelmalla. Luvun lopussa kerrotaan tutkimuksen rajoitteista ja puutteista.

6.1. Muuttujien väliset korrelaatiot

Muuttujien välisiä riippuvuuksia tutkitaan yleensä kahden muuttujan välillä eli pareittain. Tavallisimmin käytetty mitta on Pearsonin korrelaatiokerroin, joka vaatii vähintään välimatka-asteikon tasoiset muuttujat ja ilmaisee pelkästään lineaarisen riippuvuuden voimakkuutta. Korrelaatiokerroin vaihtelee $-1:n$ ja $1:n$ välillä. Kerroin lähellä arvoa $+1$ ilmoittaa muuttujien välisestä voimakkaasta positiivisesta korrelaatiosta. Tämä tarkoittaa, että toisen muuttujan kasvaessa toinenkin kasvaa. Kerroin lähellä arvoa -1 kertoo muuttujien välisestä voimakkaasta negatiivisesta korrelaatiosta. Tällöin toisen muuttujan suu-
retessa toinen pienenee. Jos kertoimen arvo on lähellä nollaa, ei muuttujien välillä ole lineaarista riippuvuutta. (Heikkilä 2008: 90-91.) Jokaisen muuttujan korrelaatio itsensä kanssa on aina tasan 1 (Nummenmaa, Holopainen & Pulkkinen 2014: 220).

Tieteellisessä tutkimuksessa tavanomaisimmin käytetyt merkitsevyystasot ovat 0,05 (5 %), 0,01 (1 %) ja 0,001 (0,1 %). Taulukoissa korrelaation merkitsevyystasoa symboloi tähti. Yksi tähti (*) tarkoittaa 5 %:n tilastollisesti melkein merkitsevää tasoa. Kaksi tähteä (**) tarkoittaa 1 %:n tilastollisesti merkitsevää tasoa. Kolme tähteä (***) tarkoittaa 0,1 %:n tilastollisesti erittäin merkitsevää tasoa. (Heikkilä 2008: 194-195.) Usein käytettyä 0,05 rajaa käytetään myös tässä tutkimuksessa.

Aikaisempien tutkimusten (esim. Erhardt ym. 2003) mukaisesti tulokset esitellään korrelaatiomatriisissa. Alla olevassa taulukossa 4 kuvataan Pearsonin korrelaatiokertoimia. Korrelaatiot on laskettu kaikille regressioanalyysien välisille muuttujille sekä selitettävälle että selittävälle. Korrelaatiomatriisista kaikkein voimakkain yhteys löytyy koko pääoman tuottoprosentin (ROA) ja oman pääoman tuottoprosentin (ROE) väliltä, jossa Pearsonin korrelaatiokerroin on 0.9701. Kaikkien kolmen selitettävän muuttujan (ROA, ROE ja Tobinin q) välinen korrelaatio toistensa kanssa on positiivista ja tilastollisesti merkit-

sevää. ROA ja korreloi ROA ja Tobinin q:n kanssa 0,1 merkitsevyystasolla ja ROE Tobinin q:n kanssa 1 prosentin merkitsevyystasolla. Sen sijaan kontrollimuuttuja yrityksen koko ei näytä korreloivan merkitsevällä tavalla.

Taulukosta 4 nähdään, että naisten hallitusjäsenyyden vaikutuksen osalta, korrelaatiokertoimet ovat lähellä nollaa yhtä lukuun ottamatta. Yksittäisistä tarkastelluista muuttujista hallituksen monimuotoisuuteen voimakkain lineaarinen yhteys on Tobinin q:lla, jossa Pearsonin korrelaatiokerroin on -0.1698 ja on tilastollisesti melkein merkitsevää tasoa. Näistä tuloksista voidaan kuitenkin päätellä, että lineaarisen regressioanalyysin selitysaste tulee olemaan pieni. Tämä tarkoittaa myös sitä, että nollahypoteesi jätetään voimaan ja tutkimushypoteesi voidaan hylätä.

Taulukko 4. Korrelaatiomatriisi.

	BGD	ROA	ROE	TobQ	Yr_koko
BGD	1				
ROA	0.0713	1			
ROE	0.0489	0.9701***	1		
TobQ	-0.1698*	0.2397***	0.2073**	1	
Yr_koko	0.0400	0.0310	0.0612	-0.0673	1

6.2. Regressioanalyysit

Tässä kappaleessa käydään läpi lineaarisen regressioanalyysin tulokset. Mallit on muodostettu selitettävien muuttujien mukaisesti, joten niitä on yhteensä kolme. Tulokset esitellään jokaiselle mallille taulukossa 5. Kaikissa malleissa on samat aiemmin esitellyt selittävät muuttujat, naisten prosentuaalinen osuus hallituksesta sekä yrityksen koko. Havaintojen lukumäärä on kaikissa malleissa sama eli 190. Ensimmäisen mallin selitettävänä muuttujana on koko pääoman tuottoaste eli ROA.

Taulukko 5. Regressioanalyysi (n=190).

Selitettävät muuttujat	ROA	ROE	Tobinin q
Vakio	4.092 (8.444)	1.014 (17.793)	6.700* (2.715)
BGD	0.070 (0.073)	0.098 (0.153)	-0.054* (0.023)
Yr. Koko	0.456 (1.179)	2.018 (2.483)	-0.319 (0.379)
Selitysaste	0.0059	0.0059	0.0325
Tarkennettu selitysaste	-0.0048	-0.0047	0.0221
F-arvo	0.55	0.56	3.14*
p-arvo	0.576	0.575	0.046
* 5 % merkitsevyystaso (p<0.05)			
** 1 % merkitsevyystaso (p<0.01)			
*** 0,1 % merkitsevyystaso (p<0.001)			

Taulukosta 5 nähdään mallin ROA selitysaste, joka on sadalla kerrottuna 0.59 %. Tarkennettu selitysaste on -0.48 %. Selitysaste kertoo, kuinka monta prosenttia malli pystyy selittämään selitettävän muuttujan vaihtelusta. Selitysosuus vaihtelee nollan ja yhden välillä. Pieni selitysaste kuvaa vain vähän mallin selitettävän muuttujan vaihtelua. Päinvastoin, mitä lähempänä selitysaste on ykköstä, sitä paremmin selitettävän muuttujan vaihtelua pystytään mallin avulla kuvaamaan. (KvantiMOTV 2008.)

F-arvo on mallissa 0.55 ja sen merkitsevyystaso eli p-arvo on 0.576. F-arvo on muodostunut pieneksi, joka kertoo, ettei valitun mallin avulla pystytä juurikaan ennustamaan selitettävän muuttujan vaihtelua. Myös p-arvo on selvästi tilastollisia merkitsevyystasoja suurempi.

Selittävien muuttujien regressiokertoimet, jotka ovat BGD:n 0.070 ja Yr. koon 0.0456, ovat hyvin lähellä nollaa. Lisäksi selittävien muuttujien t-arvot ja niiden merkitsevyystasot eli p-arvot ylittävät tilastolliset merkitsevyystasot.

Toisen mallin selitettävänä muuttujana on oman pääoman tuotto-prosentti eli ROE. Selitysaste on alhainen 0.0059 %, kuten myös F-arvo, joka on lähellä nollaa 0.56 ja sen p-arvo on 0.5748 eli tilastollisesti merkityksetön. Samoin kuin ensimmäisessä mallissa, jäävät tässäkin molempien selittävien muuttujien sekä BGD:n että Yr. koon regressiokerroin ja p-arvot ilman tilastollisesti merkitsevää vaikutusta.

Tutkimuksen kolmannessa ja viimeisessä mallissa selitettävänä muuttujana on Tobinin q. Selitysaste on 3.25 %, joka on parempi mitä kahdessa edellisessä mallissa. F-arvo on 3.14, joka on 5 %:n tilastollisesti melkein merkitsevää tasoa Tulosten mukaan naisten osuudella hallituksessa on negatiivinen vaikutus Tobinin q:n, sillä BGD:n negatiivinen regressiokerroin -0.054. Muuttujan p-arvo 0.0212 on myös 5 %:n tilastollisesti melkein merkitsevää tasoa. Yr. koon negatiivisen arvon saanut regressiokerroin -0.319 ei tue hypoteesia. Niin ikään muuttujan p-arvo 0.4012 ei ole tilastollisesti merkitsevä.

6.3. Tulosten analysointi

Regressioanalyysin selitysasteeksi muodostui ainoastaan 0.59 – 3.25 %, joka tarkoittaa että mallit kykenevät selittämään vain murto-osan selitettävien muuttujien vaihtelusta. Korjatut selitysasteet ovat -0.0047 – 0.0221 eli analyysi kykenee selittämään noin -0.47 – 2.21 % selitettävän muuttujan vaihtelusta, kun otoskoon ja selittäjien määrän vaikutus on huomioitu. Regressiomallien selitysprosentit jäivät hyvin alhaiseksi. Tämän perusteella analyysin selityskykyä voidaan pitää erittäin heikkona. Aikaisemmissa tutkimuksissa (Erhardt ym. 2003; Peni 2012; Liu ym. 2013) ROA selitysaste on ollut 16-21 %. Vastaavasti Tobinin q selitysaste on ollut 10-25 % (Carter ym. 2003; Campbell ja Mínguez-Vera 2008; Adams ja Ferreira 2009). Syitä selitysasteen isoon eroon voi löytyä ainakin aineiston koosta ja kontrollimuuttujien määrästä.

Tutkimuksen tuloksena voidaan todeta, ettei naisten hallitusjäsenyydellä ole yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn tilastollisesti merkitsevää positiivista vaikutusta. Regressioanalyysiin määritellyistä selittäjistä mikään selittäjäehdokka ei ollut tilastollisesti positiiv-

visesti merkitsevä. Ainoastaan selittäjällä BGD näyttäisi olevan negatiivista melkein merkitsevää vaikutusta Tobinin q :n kanssa. ROA ja ROE luottamusvälit sisältävät arvon 0, jonka perusteella voidaan päätellä näiden selittäjien olevan merkityksettömiä.

Tutkimuksen tulokset ovat samansuuntaisia kuin Rosen artikkelissa, jossa naisten hallitusjäsenyyden vaikutusta yrityksen suorituskykyyn tutkittiin neljän vuoden ajanjaksolta tanskalaisista pörssiyrityksistä koostuvalla aineistolla. Tutkimuksessa ei löydetty merkittävää yhteyttä yrityksen suorituskyvyn ja naisten hallitusjäsenyyden välillä. Suorituskyvyn mittarina toimi Tobinin q . Myöskään Adams ja Ferreira (2009) tutkimuksessa ei löytynyt yhteyttä hallituksen monimuotoisuuden ja yrityksen suorituskyvyn välillä. Tutkimuksen aineistona tarkasteltiin amerikkalaisia pörssiyrityksiä seitsemän vuoden ajalta. Suorituskyvyn mittareina käytettiin Tobinin q :ta ja koko pääoman tuottoastetta. Tämä tutkimus vahvistaa edellä mainittuja havaintoja.

Malleja testattiin lopuksi herkkyysanalyysin avulla maittain ja vuosittain. Havaintovuosille tehdyissä herkkyysregressioanalyysissä ei ollut tilastollisesti merkittäviä eroja alkuperäiseen regressioanalyysiin verrattuna. Kullekin maalle erikseen tehdyissä herkkyysregressioanalyysissä sen sijaan nousi esiin muutama mainittava seikka. Ruotsalaisessa aineistossa yrityksen koko vaikutti negatiivisesti tilastollisesti merkitsevästi Yr. kokoon 5 % tilastollisesti melkein merkitsevällä tasolla. Norjalaisessa aineistossa sama ilmiö oli huomattavissa, mutta 1 % merkitsevällä tasolla. Havainto on linjassa Campbell & Mínguez-Vera (2008) ja Penin (2012) tutkimusten havaintojen kanssa, joissa havaittiin myös yrityksen koon vaikuttavan negatiivisesti Tobinin q :hun. Norjalaisessa aineistossa oli Tobinin q :n osalta lisäksi hyvä selitysaste 25.87 %. Tanskalaisessa aineistossa oli kokonaisuudessaan muita selkeästi parempi selitysaste 5.41 – 8.09 %.

6.4. Tutkimuksen rajoitteet ja puutteet

Yksi merkittävä analyysin luotettavuutta heikentävä seikka oli, ettei aineisto ja residuaalit olleet täysin normaalijakautuneita. Tutkimusdatan koko olisi voinut olla suurempi, havaintoja oli yhteensä 190. Tutkimukseen rajattiin mukaan ainoastaan yritykset, joista oli saatavilla kaikki tarvittava data molemmilta tutkimuksen kohteena olevilta vuosilta 2010 ja 2017. Tutkimuksen tulosten yleistettävyydessä tulee huomioida aineistoon tehdyt rajaukset puutteellisten tietojen vuoksi. Näin ollen aineistossa tarkasteltiin vain osaa pohjoismaissa julkisesti noteeratuista pörssiyrityksistä, jonka vuoksi sen ei voida katsoa edustavan kaikkia pohjoismaisia pörssiyrityksiä.

Regressioanalyysin selityssaste jäi pieneksi. Aikaisempien tutkimusten (Carter 2003; Peni 2012) perusteella olisi kontrollimuuttujien määrää ollut mahdollista lisätä, joka olisi voinut nostaa mallin selitysarvoa.

Lopuksi analysoidaan vielä regressiomallien sopivuutta residuaaleilla eli jäännöskuvioiden avulla. Mallin ROA residuaalien normaalijakautuneisuutta voidaan tarkastella liitteestä 2. Histogrammissa residuaalien tulisi noudattaa normaalijakaumaa ja keskiarvon tulisi olla nolla. Histogrammista voidaan havaita, että jakauma muistuttaa silmämääräisesti normaalijakaumaa, mutta on erittäin huipukas ja lisäksi hieman oikealle vino. Jäännösten keskiarvo on nolla. Normaalijakaumaa tarkastellaan vielä Normal Q-Q –kuvion avulla. Kuviosta nähdään, että jakauma on kuta kuinkin suoran linjan tuntumassa vain aavistuksen mutkaa havaittavissa. Häntien taipumus viittaa edellä mainittuun jakauman huipukkuuteen. Seuraavaksi tarkastellaan jäännösten tasaisuutta eli homoskedastisuutta. Jäännösten tulisi olla jakautuneena tasaisesti molemmin puolin nollaa koko havaintoalueella (Vainio 2003-2004). Studentisoitujen residuaalien sirontakuviosta havaitaan, että jäännökset ovat pääosin sijoittuneet tavoitealueelle tasaisesti, mutta pientä rypästymistä on havaittavissa. Kuviosta on myös havaittavissa muutamia äärihavaintoja, joista yksi on erittäin poikkeava. Jäännösten voidaan kuitenkin todeta olevan homoskedastisia. Residuaalien riippumattomuutta tutkittiin Durbin-Watson testillä, joka sai arvon 2.217. Hyväksyttävät arvot ovat välillä 1-3, joista arvo 2 on optimi. Arvot alle 2 kertovat positiivisesta korrelaatiosta ja arvot yli 2 kertovat negatiivisesta korrelaatiosta. (Nokelainen 2013).

Mallin ROE residuaalin kuviot löytyvät liitteestä 3. Histogrammi havainnollistaa myös normaalijakaumaa muistuttavaa, mutta huipukasta jäännösten jakaumaa. Jäännösten keskiarvo on -20. Normal Q-Q –kuvio ei aivan noudata suoraa linjaa ja tässäkin mallissa häntien taipumus viittaa jäännösten jakauman huipukkuuteen. Studentisoitujen residuaalien sirontakuviosta havaitaan, että jäännökset ovat pääosin sijoittuneet tavoitealueelle tasaisesti, mutta pientä rypästymistä on myös havaittavissa. Kuviosta on myös havaittavissa muutama äärihavainto, joista yksi on erittäin poikkeava. Durbin-Watson testin arvo on 2.205, joka on hyväksyttävä arvo.

Mallin TobQ residuaalin kuviot löytyvät liitteestä 4. Histogrammista nähdään, että jäännökset ovat erittäin huipukkaita ja lisäksi voimakkaasti vinot oikealle. Residuaalien keskiarvo on -2.5. Normal Q-Q –kuviosta voidaan havaita, ettei suora viiva noudata täysin normaalisuusoletusta. Lisäksi muutama äärihavainto on havaittavissa. Studentisoitujen residuaalien sirontakuviosta nähdään, että jäännökset ovat sijoittuneet tasaisesti, mutta

rypästymistä on havaittavissa selkeämmin, mitä malleissa ROA ja ROE. Durbin-Watson testin arvo on 1.943, joka on hyvin lähellä optimaalista arvoa 2.

Huolimatta siitä, etteivät mallit noudata täysin normaalijakaumaa ja aineisto sisältää muutamia äärihavaintoja, jäännökset ovat kuitenkin silmämääräisesti jakautuneet tasaisesti ja ovat toisistaan riippumattomia. Näin ollen malleja voidaan pitää kelvollisina. Äärihavaintoja ei lähdetty poistamaan, vaikka tulokset voisivat hieman muuttua, mutta tulokset pysyisivät pääosin kuitenkin samana.

7. YHTEENVETO

Tasa-arvokysymykset ja naisten asema niin työelämässä kuin yhteiskunnassakin ovat säännöllisesti esillä ja niiden kehittymistä seurataan ja tilastoidaan vuosittain. Suomessa naisten hallitusjäsenyyksien suunta on viime vuosina kohentunut melkein jopa kansainvälisessä vertailussa tavoitellulle tasolle, vaikka moni toimiala onkin vielä selkeästi miesvaltaista. Eri tahot tekevät töitä edistääkseen naisten asemaa, rohkaisten naisia hakeutumaan johtotehtäviin ja yrittäen muuttaa ennakkokäsityksiä sekä perinteisiä uskomuksia naisten roolista.

Tämän tutkimuksen aiheena tarkasteltiin naisten hallitusjäsenyyden ja yrityksen suorituskyvyn välistä yhteyttä. Tutkimusongelmana oli, menestyvätkö sellaiset yritykset taloudellisesti paremmin, joissa on naisia hallituksen jäseninä. Teoriaosuudessa esiteltujen aiheeseen liittyvien aiempien tutkimusten perusteella todettiin, että naiset tuovat hallituksen toimintaan monia etuja. Kuitenkaan itse tutkimuskysymykseen ei saatu yksiselitteistä vastausta. Aiempien tutkimusten tulokset puhuivat sekä puolesta että vastaan. Aihe kaipasi selvästi lisätutkimusta. Näin ollen aiempien tutkimusten perusteella luotiin testattava hypoteesi:

H₁: Naisten hallitusjäsenyydellä on positiivinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn.

Tutkimuksen kohteena oli kansainvälinen aineisto koostuen suomalaisista, ruotsalaisista, norjalaisista ja tanskalaisista pörssiyhtiöistä. Aineisto kerättiin Thompson Reutersin Datastream –tietokannasta sekä julkisesti saatavilla olevista vuosikertomuksista ja pörssitiedoista. Tutkimusmenetelmänä käytettiin lineaarista regressioanalyysiä. Yrityksen hallituksen naisten prosentuaalisella määrällä ei havaittu olevan tilastollisesti merkittävää positiivista yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn, kun suorituskykyä mitattiin kolmella taloudellisella tunnusluvulla, koko pääoman tuottoasteella, oman pääoman tuottoasteella ja Tobinin q:lla. Päinvastoin naisten hallitusjäsenyyksien havaittiin vaikuttavan negatiivisesti Tobinin q:hun. Kontrollimuuttujana oli yrityksen koko. Analyysin perusteella tutkimushypoteesi voidaan hylätä ja nollahypoteesi jää voimaan.

Tutkimuksen selitysaste jäi hyvin heikoksi, jonka vuoksi tuloksiin on suhtauduttava varauksella. Myös otoksen koko jäi melko pieneksi, mikä voi heikentää tulosten luotettavuutta, eikä niitä voi yleistää koskemaan kaikkia pohjoismaisia pörssiyhtiöitä.

Siitä huolimatta, ettei tutkimuksessa löydetty tilastollisesti merkittävää positiivista yhteyttä naisten hallitusjäsenyyden ja yrityksen suorituskyvyn välillä, voi naisten läsnäololla olla muita hallituksen työskentelyä parantavia ja näin myös yrityksen menestykseen vaikuttavia tekijöitä. On huomattu, että miesten poissaolot hallituksen kokouksista vähenevät hallituksen monimuotoisuuden kasvaessa (ks. Adams & Ferreira 2009). Naiset myös valmistautuvat hallituksen kokouksiin paremmin, jonka seurauksena he ovat sitoutuneempia yritykseen (ks. Huse & Solberg 2006).

Tutkimuksen tuloksilla voidaan katsoa olevan merkitystä vahvistamaan käsitystä siitä, ettei yrityksen hallituksen naiskiintiötä kannata ottaa pakottavaksi tekijäksi lainsäädännön kautta sen vuoksi, että sillä saataisiin parannettua yritysten taloudellista suorituskkyä. Suomessa hallinnointikoodin suositus hallituksen monimuotoisuudesta ja sen myötä toimiva itsesääntelyjärjestelmä on riittävä kehittämään luonnostaan naisten määrää yritysten hallitustyöskentelyssä.

Tutkimusaiheen voidaan olettaa olevan ajankohtainen tulevaisuudessakin, sillä naisten osuus pörssiyhtiöiden hallituspaikoista on jatkanut kasvuaan vuosittain. Aihe vaatii vielä jatkotutkimuksia tulosten ristiriitaisuuksien vuoksi. Jatkotutkimuksia ajatellen voisi olla mielenkiintoista tutkia useamman vuoden ajalta ja laajemmalla aineistolla, onko yrityksen suorituskkyyn havaittavissa vaikutusta, jos naisia on hallituksessa kolme tai enemmän. Lisäksi voisi ottaa huomioon myös hallituksen puheenjohtajan sukupuolen. Myös riittävä määrä hyvin soveltuvia kontrollimuuttujia olisi syytä ottaa huomioon mahdollisissa jatkotutkimuksissa.

LÄHDELUETTELO

- Adams, Renée B. & Daniel Ferreira (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics* 94:2, 291-309.
- Aguir, Amal, Faten Lakhal, Nadia Lakhal & Adnane Malek (2015). Do women on boards and in top management reduce earnings management? Evidence In France. *The Journal of Applied Business Research* 31:3, 1107-1118.
- Aldrich, Howard E. & Jeffrey Pfeffer (1976). Environments of Organisations. *Annual Review of Sociology* 2, 79-105.
- Arvopaperimarkkinayhdistys (2015). *Hallinnointikoodi* [online]. Helsinki: Arvopaperimarkkinayhdistys ry [siteerattu 26.2.2018]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <https://cgfinland2017.kauppakamari.fi/wp-content/uploads/sites/39/2015/10/hallinnointikoodi2015finweb1.pdf>>.
- Barney, Jay (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management* 17:1, 99-120.
- Berle, Adolf A. & Gardiner C. Means (1947). *The modern corporation and private property*. New York: The Macmillan company. 396 s.
- Boeker, Warren & Jerry Goodstein (1991). Organizational performance and adaptation: effects of environment and performance on changes in board composition. *Academy of Management Journal* 34:4, 805-826.
- Boyd, Brian (1990). Corporate linkages and organizational environment: A test of the resource dependence model. *Strategic Management Journal* 11:6, 419-430.
- Brennan, Niamh & Jacqueline McCafferty (1997). Corporate governance practices in Irish companies. *Irish Business and Administrative Research* 18:1, 116-135.
- Campbell, Kevin & Antonio Mínguez-Vera (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics* 83:3, 435-451.

- Carter, David A., Betty J. Simkins, W. Gary Simpson (2003). Corporate governance, board diversity and firm value. *Financial Review* 38:1, 33-53.
- Clarke, Thomas (2007). Theories of Corporate governance: The philosophical foundations of corporate governance. London: Routledge. 370 s. ISBN 978-0-415-32308-6.
- Daily, Catherine M. & Dan R. Dalton (1994). Corporate governance and the bankrupt firm: An empirical assessment. *Strategic Management Journal* 15:8, 643-654.
- Daily, Catherine M. & Dan R. Dalton (2003). Women in the boardroom: A business imperative. *Journal of Business Strategy* 24:5, 8-9.
- Erhardt, Niclas L., Charles B. Shrader & James D. Werbel (2003). Board of director and firm financial performance. *Corporate Governance* 11:2, 102-111.
- EU (2011). *EU Justice Commissioner Reding challenges business leaders to increase women's presence on corporate boards with "Women on the Board Pledge for Europe"*. MEMO 11/124 [online]. Brysseli: Euroopan komissio [siteerattu] 1.3.2011. Saatavana World Wide Webistä: <URL: http://europa.eu/rapid/pressrelease_MEMO-11-124_fi.htm>.
- Fama, Eugene F. & Michael C. Jensen (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26:2, 301-325.
- Gul, Ferdinand A., Bin Srinidhi & Judy Tsui (2011). Female directors and Earnings Quality. *Contemporary Accounting Research* 28:5, 1610-1644.
- Healy, Paul M. & Krishna G. Palepu (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31:1-3, 405-440.
- Heikkilä, Tarja (2008). *Tilastollinen tutkimus*. 7. uudistettu painos. Helsinki: Edita. 317 s. ISBN 978-951-37-4812-8.
- Hillman, Amy J., Albert A. Cannella & Ramona L. Paetzold (2000). The resource dependence role of corporation directors: Strategic adaption of board composition

in response to environmental change. *Journal of Management Studies* 37:2, 235-255.

Hillman, Amy, Christine Shropshire & Albert Cannella (2007). Organizational predictors of women on corporate boards. *Academy of Management Journal* 50:4, 941-952.

Hillman, Amy J., Michael C. Withers & Brian J. Collins (2009). Resource dependence theory: A review. *Journal of Management* 35:6, 1404-1427.

Huse, Morten & Anne Grethe Solberg (2006). Gender-related boardroom dynamics: How Scandinavian women make and can make contributions on corporate boards. *Women in Management Review* 21:2, 113-130.

Ittner, Christopher D. & David F. Larcker (1998). Innovations in performance measurement: Trends and research implications. *Journal of Management Accounting Research* 10:1, 205-238.

Kaisanlahti, Timo, Jarmo Leppiniemi & Raili Leppiniemi (2017). *Tilinpäätöksen tulkinta*. 5. painos. Helsinki: Alma Talent. 257 s. ISBN 978-952-14-3247-7.

Keskuskauppakamari (2017). *Mentorointiohjelma* [online]. Helsinki: Keskuskauppakamari [siteerattu 15.3.2018]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <https://naisjohtajat.fi/mentorointiohjelma/>>.

Keskuskauppakamari (2017). *Toimitusjohtajat kaipaavat hallitukseen lisäosaamista* [online]. Helsinki: Keskuskauppakamari [siteerattu 15.3.2018]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <https://kauppakamari.fi/2017/07/18/toimitusjohtajat-kaipaavat-hallitukseen-lisaosaamista/>>.

Keskuskauppakamari (2017). *Kauppakamareiden pk-hallitus-barometri 2017* [online]. Helsinki: Keskuskauppakamari [siteerattu 15.3.2018]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <https://kauppakamari.fi/wp-content/uploads/2017/03/pk-hallitusbarometri2017.pdf>>.

- Keskuskauppakamari (2018). *Pörssiyhtiöiden hallituksissa ennätysmäärä naisia* [online]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <https://kauppakamari.fi/2018/05/14/porssiyhtioiden-hallituksissa-ennatysmaara-naisia/>>.
- Kinnunen, Juha, Erkki K. Laitinen, Teija Laitinen, Jarmo Leppiniemi & Vesa Puttonen (2010). *Avain laskentatoimeen ja rahoitukseen*. 4. painos. Helsinki: Otavan kirjapaino. 174 s. ISBN 978-952-99060-4-8.
- Konrad, Alison M., Vicky W. Kramer & Sumru Erkut (2008). Critical mass: The impact of three or more women on corporate boards. *Organizational Dynamics* 37:2, 145-164.
- Krishnan, Hema A. & Daewoo Park (2004). A few good women – on top management teams. *Journal of Business Research* 58:12, 1712-1720.
- Labelle, Réal, Claude Francoeur & Faten Lakhali (2015). To regulate or not to regulate? Early evidence on the means used around the world to promote gender diversity in the boardroom. *Gender, Work and Organisation* 22:4, 339-363.
- Laitinen, Erkki K. (1986). *Yrityksen tunnuslukuanalyysi*. Kuopio: Yritysinnovaatio. 185 s. ISBN 951-95299-0-X.
- Laitinen, Erkki K. (2002). *Strateginen tilinpäätösanalyysi*. Helsinki: Kauppakaari. 234 s. ISBN 952-14-0545-7.
- Liu, Yu, Zuobao Wei & Feixue Xie (2013). Do women directors improve firm performance in China? *Journal of Corporate Finance* 28:1, 169-184.
- Lumijärvi, Olli-Pekka (1987). *Agenttiteoria ja sen eräitä sovellutuksia*. Turku: Turun kauppakorkeakoulu. 30 lehteä. ISBN 951-738-267-7.
- Lusch, Robert F., Stephen L. Vargo & Matthew O'Brien (2007). Competing through service: Insights from service-dominant logic. *Journal of Retailing* 83:1, 5-18.
- KvantiMOTV (2008). *Regressioanalyysi* [online]. Tampere: Yhteiskuntatieteellinen tietokirjasto: Menetelmäopetuksen tietovaranto [siteerattu 15.8.2018]. Saatavana

World Wide Webistä: <URL: <http://www.fsd.uta.fi/menetelmaopetus/regressio/analyysi.html>>.

Metsämuuronen, Jari (2003). *Tutkimuksen tekemisen perusteet ihmistieteissä*. 2. uudistettu painos. Helsinki: International Methelp Ky. 772 s. ISBN 952-5372-15-4.

Nielsen, Sabina & Morten Huse (2010). The contribution of women on boards of directors: Going beyond the surface. *Corporate Governance: An International Review* 18:2, 136-148.

Nokelainen, Petri (2013). *Luento 4: Regressioanalyysi* [online]. Tampere: Tampereen yliopisto [siteerattu 22.9.2018]. Saatavana World Wide Webistä: <URL:<https://people.uta.fi/~hopeno/s33/luennot/luento4.ppt>>.

Nummenmaa, Lauri, Martti Holopainen & Pekka Pulkkinen (2014). *Tilastollisten menetelmien perusteet*. 1. painos. Helsinki: Sanoma Pro Oy. 353 s. ISBN 978-952-63-2979-6.

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624.

Peni, Emilia & Sami Vähämaa (2010). Female executives and earnings management. *Managerial Finance* 36:7, 629-643.

Peni, Emilia (2012). CEO and Chairperson characteristics and firm performance. *Journal of Management & Governance* 18:1, 185-205.

Pesonen, Sinikka, Janne Tienari & Sinikka Vanhala (2009). The boardroom gender paradox. *Gender in Management* 24:5, 327-345.

Pfeffer, Jeffrey (1972). Size and composition of corporate boards of directors. *Administrative Science Quarterly* 17:2, 218-228.

Pfeffer, Jeffrey & Gerald Salancik (1978). *The external control of organizations: a resource dependence perspective*. New York: Harper & Row. 300 s. ISBN 0-06-045193-9.

- Pletzer, Jan Luca, Romina Nikolova, Karina Karolina Kedzior & Sven Constantin Voelpel (2015). Does gender matter? Female representation on corporate boards and firm financial performance – a meta-analysis. *PLoS ONE* 10:6, 1-20. doi: 10.1371/journal.pone.0130005
- Post, Corinne & Kris Byron (2015). Women on boards and firm financial performance: a meta-analysis. *Academy of Management Journal* 58:5, 1546-1571.
- Powell, Melanie & David Ansic (1997). Gender differences in risk behavior in financial decision making: an experimental analysis. *Journal of Economic Psychology* 18:6, 605-628.
- PWC (2017). *Hallituksen koostumuksella on väliä* [online]. Helsinki: PWC [siteerattu 28.2.2018]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <https://uutishuone.pwc.fi/hallituksen-koostumuksella-valia/>>.
- Randøy, Trond, Steen Thomsen & Lars Oxelheim (2006). *A Nordic perspective on corporate board diversity* [online]. Oslo: Nordic Innovation Centre [siteerattu 5.7.2018]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: http://www.nordicinnovation.org/Global/_Publications/Reports/2006/The%20performance%20effects%20of%20board%20diversity%20in%20Nordic%20Firms.pdf>.
- Rose, Caspar (2007). Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance* 15:2, 404-413.
- Smith, Nina, Valdemar Smith & Mette Verner (2006). Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firms. *International Journal of Productivity and Performance Management* 55:7, 569-593.
- Ukko, Juhani, Jussi Karhu, Sanna Pekkola, Hannu Rantanen & Jarkko Tenhunen 2007. *Suorituskyky nousuun! Hyödynnä henkilöstösi osaaminen*. Helsinki: Työministeriö. 66 s. ISBN 978-952-490-074-4.
- Vainio, Jouni (2003-2004). *Regressioanalyysi* [online]. Helsinki: Helsingin yliopisto [siteerattu 22.9.2018]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <http://www.helsinki.fi/~jvainio/opetus/Tilasto/spss/regress.htm>>.

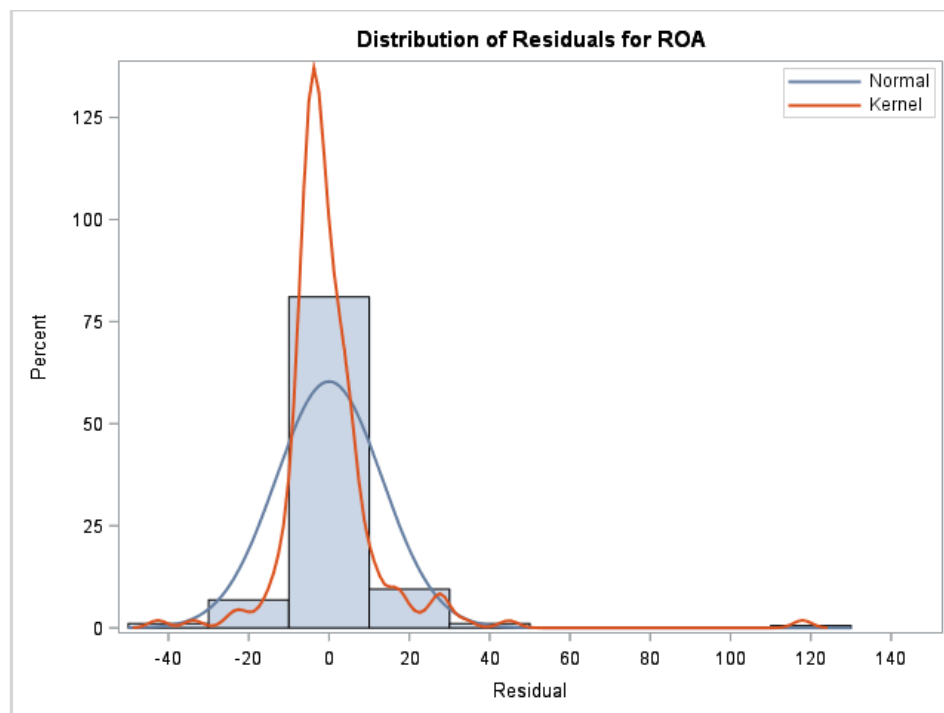
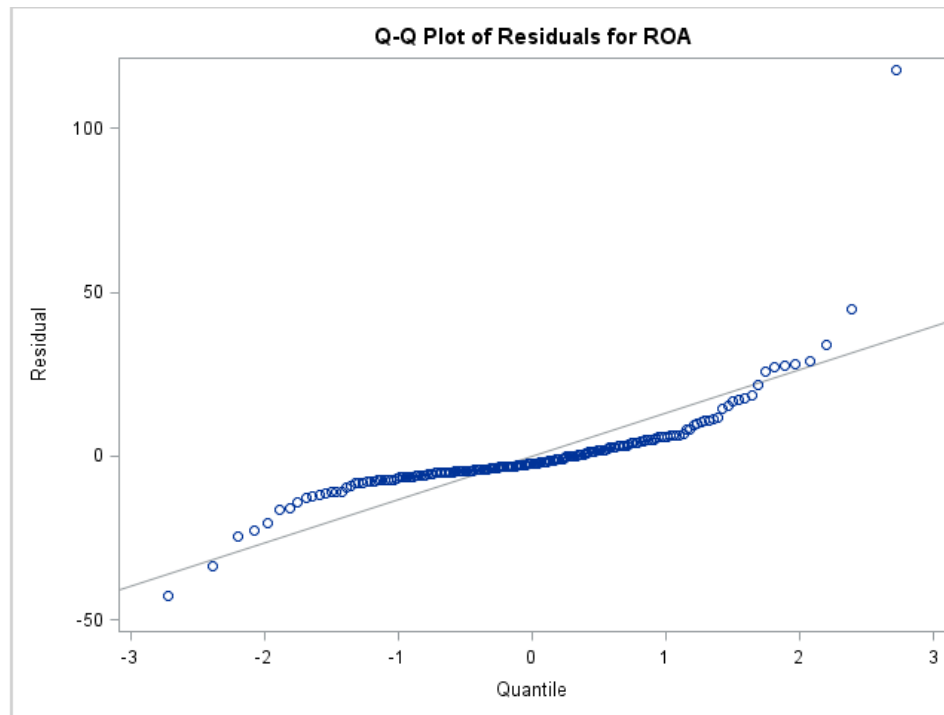
- Valtioneuvosto (2016). *Hallituksen tasa-arvo-ohjelma 2016-2019* [online]. Helsinki: Sosiaali- ja terveysministeriö [siteerattu 27.2.2018]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <http://julkaisut.valtioneuvosto.fi/handle/10024/75238>>.
- Viitala, Riitta & Eila Jylhä (2013). *Liiketoimintaosaaminen: menestyvän yritystoiminnan perusta*. 6. painos. Helsinki: Edita. 360 s. ISBN 978-951-37-6359-6.
- Virtanen, Aila (2010). Women on the boards of listed companies: Evidence from Finland. *Journal of Management & Governance* 16:4, 571-593.
- Virtanen, Aila & Katriina Virtanen (2012). Naiset suomalaisten listayhtiöiden hallituksissa. *Yritysetiikka* 4:1, 6-17.
- Zahra, Shaker A & John A Pearce (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management* 15:2, 291-334.

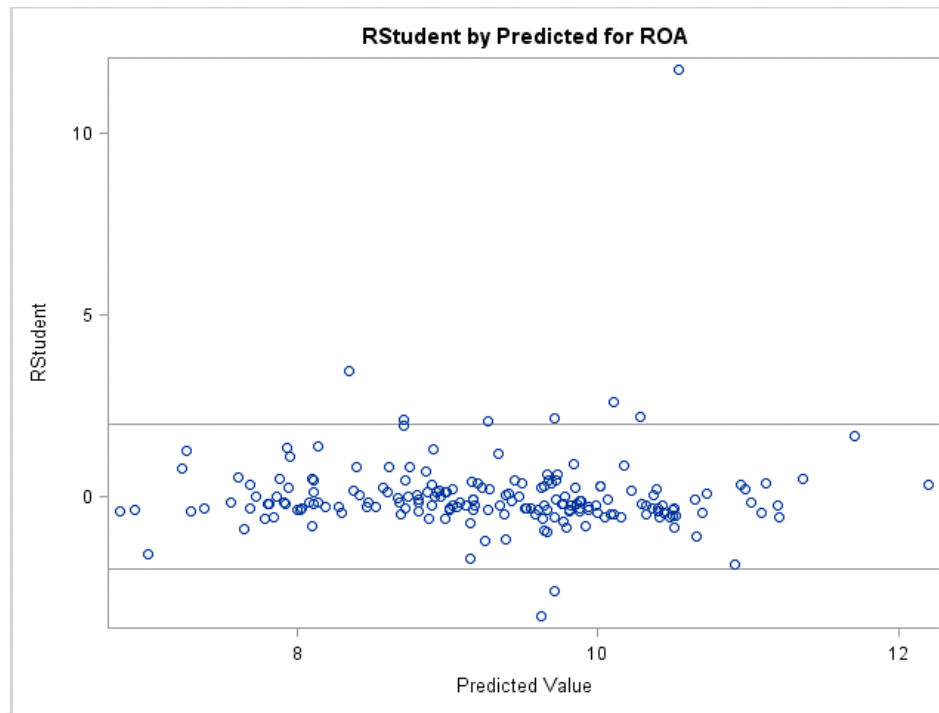
LIITE 1. Tutkimukseen sisällytetyt pohjoismaiset pörssiyhtiöt.

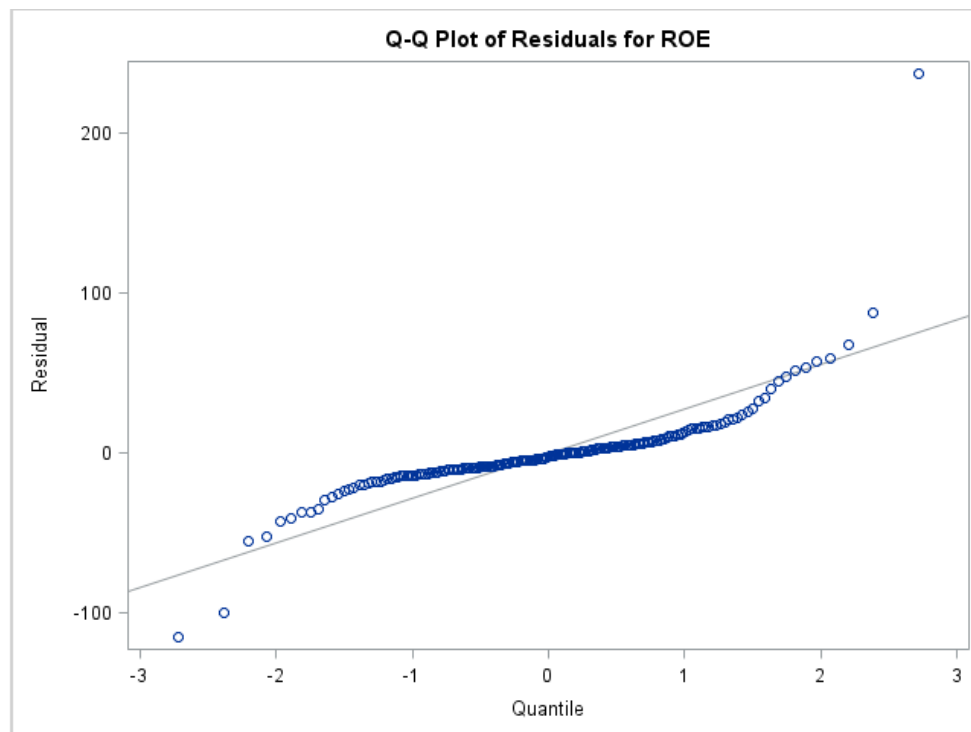
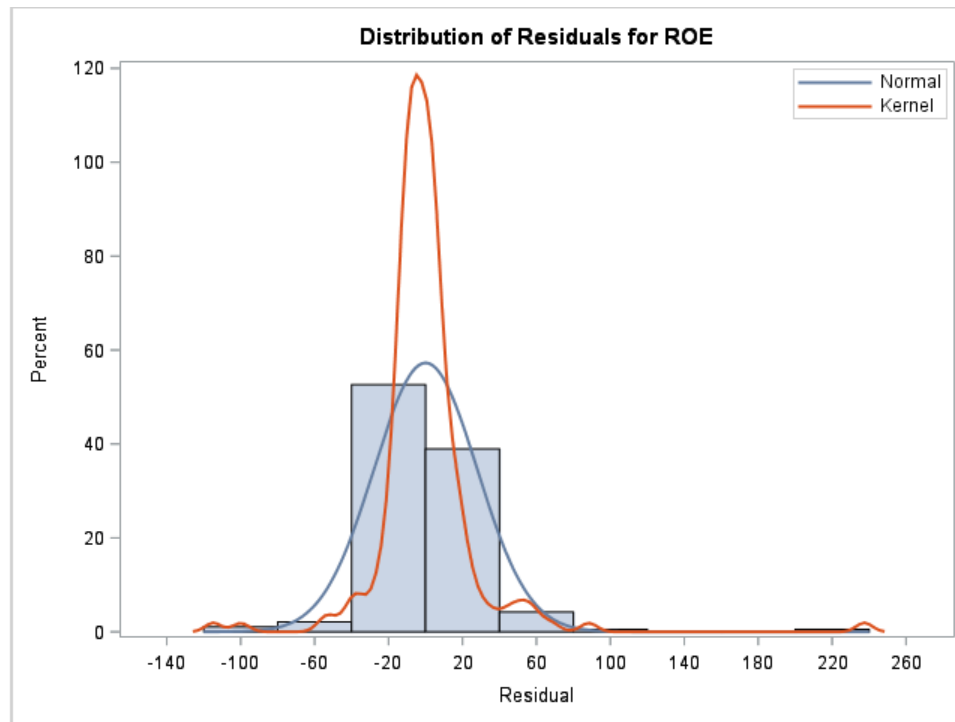
Amer Sports Corporation	Nasqad Helsinki Ltd
Atria Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
Cargotec Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
Cramo Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
Elisa Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
Fiskars Oyj Abp	Nasqad Helsinki Ltd
Fortum Corporation	Nasqad Helsinki Ltd
F-Secure Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
Honkarakenne Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
Kemira Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
Kesko Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
KONE Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
Konecranes Abp	Nasqad Helsinki Ltd
Marimekko Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
Metso Corporation	Nasqad Helsinki Ltd
Neste Corporation	Nasqad Helsinki Ltd
Nokia Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
Nokian renkaat Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
Olvi Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
Orion Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
Outokumpu Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
Outotec Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
Sanoma Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
Stora Enso Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
Tieto Corporation	Nasqad Helsinki Ltd
Tikkurila Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
UPM-kymmene Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
Uponor Corporation	Nasqad Helsinki Ltd
Wärtsilä Oyj Abp	Nasqad Helsinki Ltd
YIT Oyj	Nasqad Helsinki Ltd
ABB	Nasqad Stockholm Ab
Assa Abloy	Nasqad Stockholm Ab
AstraZeneca	Nasqad Stockholm Ab
Atlas Copco	Nasqad Stockholm Ab
Axfood	Nasqad Stockholm Ab
Billerud Korsnas	Nasqad Stockholm Ab

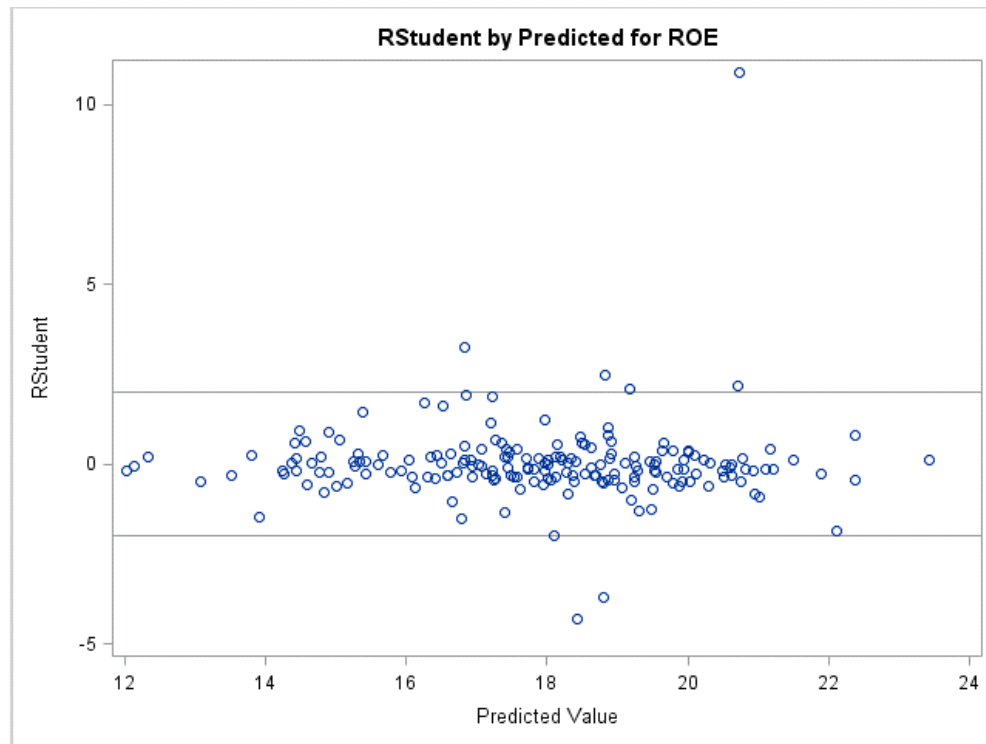
Boliden	Nasqad Stockholm Ab
Electrolux	Nasqad Stockholm Ab
Elekta	Nasqad Stockholm Ab
Eniro	Nasqad Stockholm Ab
Ericsson	Nasqad Stockholm Ab
Getinge	Nasqad Stockholm Ab
H & M HENNES & MAU- RITZ	Nasqad Stockholm Ab
Hexagon	Nasqad Stockholm Ab
Holmen	Nasqad Stockholm Ab
Husqvarna	Nasqad Stockholm Ab
JM	Nasqad Stockholm Ab
NCC	Nasqad Stockholm Ab
Nibe Industrier	Nasqad Stockholm Ab
Nobia	Nasqad Stockholm Ab
Pfizer	Nasqad Stockholm Ab
Sandvik	Nasqad Stockholm Ab
SAS	Nasqad Stockholm Ab
SCA	Nasqad Stockholm Ab
Securitas	Nasqad Stockholm Ab
Skanska	Nasqad Stockholm Ab
Teliasonera	Nasqad Stockholm Ab
Trelleborg	Nasqad Stockholm Ab
Volvo	Nasqad Stockholm Ab
DNO	Millenium OSE (Oslo)
Ekornes	Millenium OSE (Oslo)
Frontline	Millenium OSE (Oslo)
Gyldendal	Millenium OSE (Oslo)
Hexagon composites	Millenium OSE (Oslo)
Marine Harvest	Millenium OSE (Oslo)
Nordic semiconductor	Millenium OSE (Oslo)
Norsk Hydro	Millenium OSE (Oslo)
Norwegian energy	Millenium OSE (Oslo)
Orkla	Millenium OSE (Oslo)
Polaris media	Millenium OSE (Oslo)
Prosafe	Millenium OSE (Oslo)
Salmar	Millenium OSE (Oslo)
Seadrill	Millenium OSE (Oslo)
TGS-NOPEC GEOPHS.	Millenium OSE (Oslo)
Wilson	Millenium OSE (Oslo)

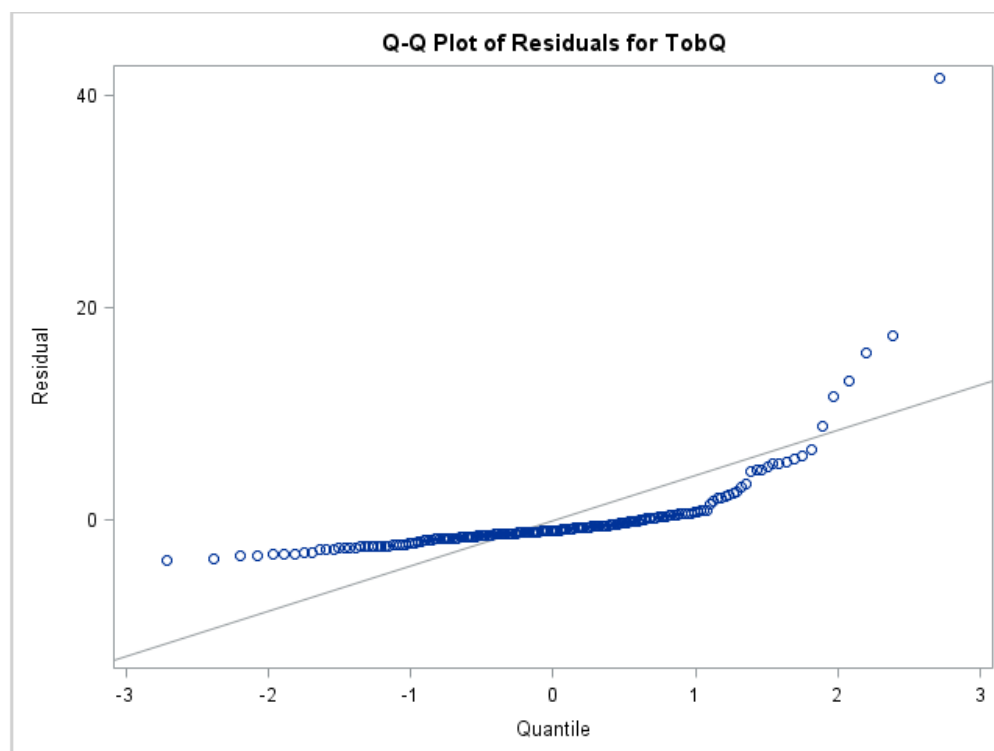
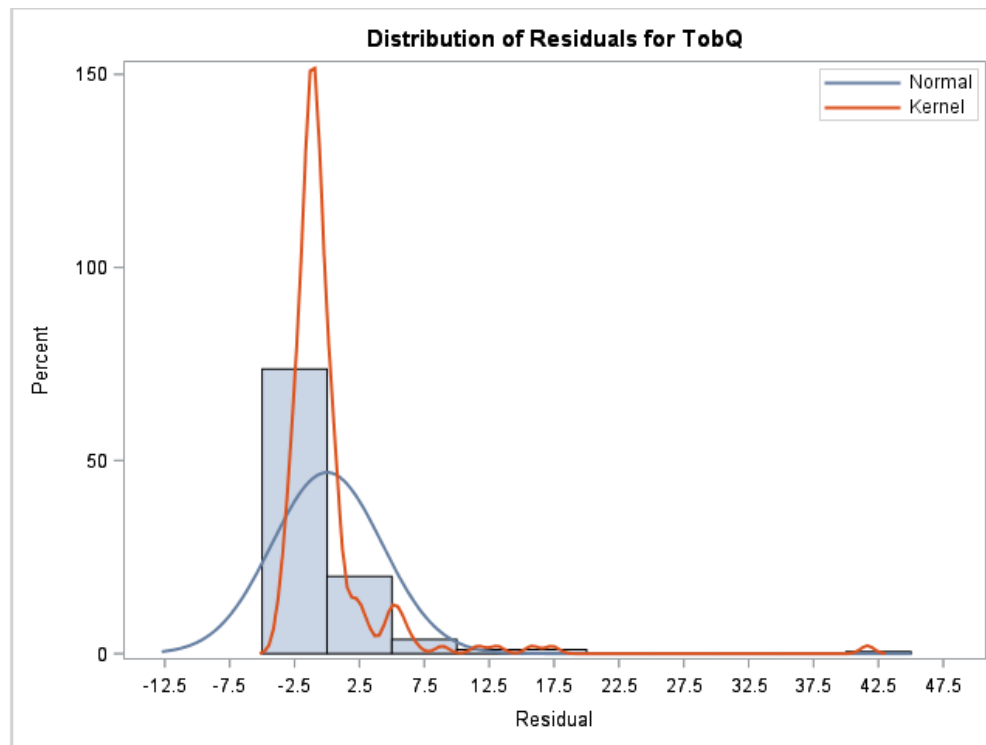
A. P. Moller - Maersk	Nasqad Copenhagen A/S
Bang & Olufsen	Nasqad Copenhagen A/S
Carlsberg	Nasqad Copenhagen A/S
Chr Hansen Holding	Nasqad Copenhagen A/S
Coloplast	Nasqad Copenhagen A/S
DSV	Nasqad Copenhagen A/S
FLSMIDTH & CO.	Nasqad Copenhagen A/S
Genmab	Nasqad Copenhagen A/S
GN Store Nord	Nasqad Copenhagen A/S
H Lundbeck	Nasqad Copenhagen A/S
NKT	Nasqad Copenhagen A/S
Novo Nordisk	Nasqad Copenhagen A/S
Novozymes	Nasqad Copenhagen A/S
Pandora	Nasqad Copenhagen A/S
Rockwool	Nasqad Copenhagen A/S
Santa fe group	Nasqad Copenhagen A/S
Simcorp	Nasqad Copenhagen A/S
Torm	Nasqad Copenhagen A/S
Vestas Windsystems	Nasqad Copenhagen A/S
William demant hldg	Nasqad Copenhagen A/S

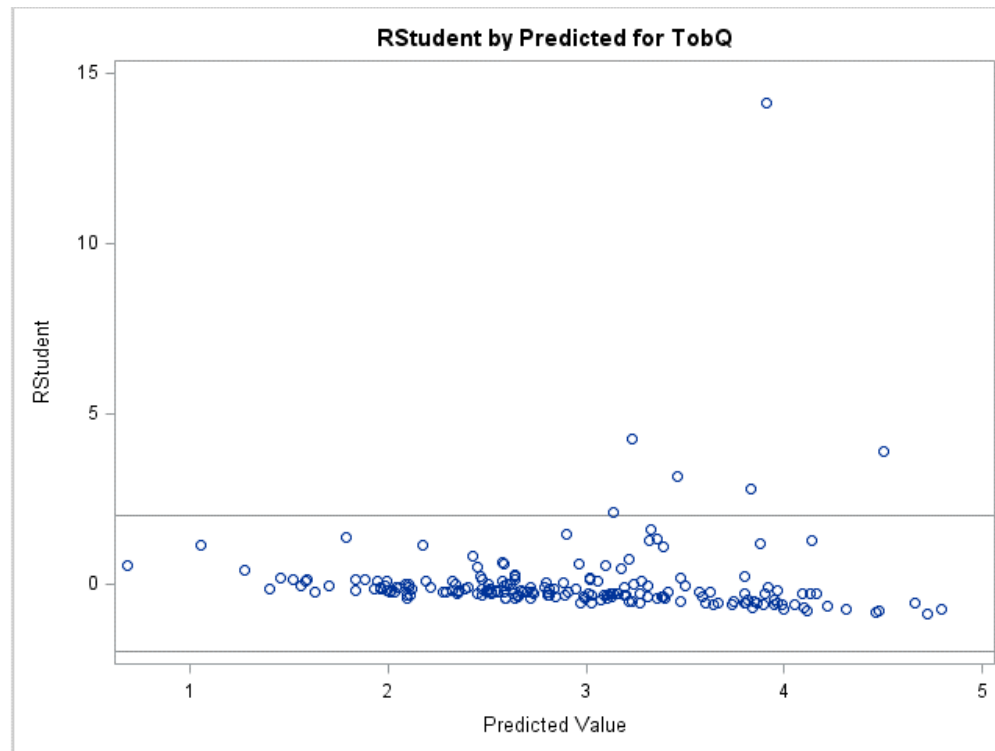
LIITE 2. Residuaalit malli ROA.



LIITE 3. Residuaalit ROE.



LIITE 4. Residuaalit TobQ.



LIITE 5. Regressioherkkyysanalyysi vuosittain.

2010	Selitettävät muuttujat	ROA	ROE	Tobinin q
	Vakio	13.706*** (8.209)	18.960 (17.919)	8.287 (5.177)
	BGD	0.038 (0.071)	-0.002 (0.155)	-0.069 (0.045)
	Yr. Koko	-0.888 (1.160)	-0.366 (2.533)	-0.445 (0.732)
	Selitysaste	0.0091	0.0002	0.0299
	Tarkennettu selitysaste	-0.0125	-0.0215	0.0088
	F-arvo	0.42	0.01	1.42
	p-arvo	0.658	0.9894	0.2473
2017	Selitettävät muuttujat	ROA	ROE	Tobinin q
	Vakio	-4.732 (15.177)	-15.917 (31.637)	3.871** (1.624)
	BGD	0.085 (0.143)	0.168 (0.297)	-0.015 (0.015)
	Yr. Koko	1.715 (2.053)	4.249 (4.280)	-0.149 (0.220)
	Selitysaste	0.0114	0.0141	0.0155
	Tarkennettu selitysaste	-0.0101	-0.0073	-0.0059
	F-arvo	0.53	0.66	0.73
	p-arvo	0.590	0.520	0.487

LIITE 6. Regressioherkkyysanalyysi maittain.

Suomi	Selitettävät muuttujat	ROA	ROE	Tobinin q
	Vakio	13.261** (6.124)	16.082 (12.815)	2.3438 (1.602)
	BGD	0.041 (0.063)	0.126 (0.132)	-0.012 (0.017)
	Yr. Koko	-1.074 (0.927)	-0.783 (1.940)	0.032 (0.243)
	Selitysaste	0.0294	0.0184	0.0098
	Tarkennettu selitysaste	-0.0046	-0.0161	-0.0250
	F-arvo	0.86	0.53	0.28
	p-arvo	0.4268	0.5893	0.7563

Ruotsi	Selitettävät muuttujat	ROA	ROE	Tobinin q
	Vakio	-11.585 (36.579)	-18.080 (76.911)	11.202* (4.051)
	BGD	0.246 (0.197)	0.402 (0.413)	0.0004 (0.022)
	Yr. Koko	1.737 (4.886)	3.315 (10.274)	-1.179** (0.541)
	Selitysaste	0.0329	0.0210	0.0811
	Tarkennettu selitysaste	-0.0022	-0.0146	0.0477
	F-arvo	0.94	0.59	2,43***
	p-arvo	0.398	0.5585	0.0976

Norja	Selitettävät muuttujat	ROA	ROE	Tobinin q
	Vakio	21.272 (28.521)	47.025 (64.125)	12.803* (3.412)
	BGD	0.061 (0.229)	-4.861 (8.413)	-0.034 (0.027)
	Yr. Koko	-2.316 (3.742)	-0.048 (0.515)	-1.383* (0.448)
	Selitysaste	0.0176	0.0114	0.2587
	Tarkennettu selitysaste	-0.0502	-0.0568	-0.2076
	F-arvo	0.26	0.17	5,06**
	p-arvo	0.773	0.8471	0.013

Tanska	Selitettävät muuttujat	ROA	ROE	Tobinin q
	Vakio	16,692 (25.870)	22.110 (52.825)	28.614*** (15.865)
	BGD	0.363*** (0.201)	-1.495 (7.501)	0.019 (0.123)
	Yr. Koko	-1.419 (3.673)	0.767*** (0.411)	-3.257 (2.253)
	Selitysaste	0.0809	0.0869	0.0541
	Tarkennettu selitysaste	0.0312	0.0375	0.003
	F-arvo	1.63	1.76	1.06
	p-arvo	0.21	0.1862	0.357